走出神话

中国不会改变世界的七个理由

HOW TO THINK ABOUT CHINA

［美］乔纳森·安德森◎著



走出神话

[美] 乔纳森·安德森◎著
余 江 黄志强◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目（CIP）数据

走出神话：中国不会改变世界的七个理由/安德森著；余江等译.
—北京：中信出版社，2006.8
书名原文：How To Think About China
ISBN 7-5086-0702-3

Ⅰ.走… Ⅱ.①安… ②余… Ⅲ.经济—研究—中国 Ⅳ.F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 072584 号

How To Think About China, by Jonathan Anderson

走出神话

ZOUCHU SHENHUA

作　　者：乔纳森·安德森
译　　者：余江　黄志强
策 划 者：中信出版社《比较》编辑室
出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼　邮编 100600）
经 销 者：中信联合发行有限责任公司
承 印 者：中国电影出版社印刷厂
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：15.75　　字　　数：200 千字
版　　次：2006 年 8 月第 1 版　　印　　次：2006 年 8 月第 1 次印刷
京权图字：01-2006-3893
书　　号：ISBN 7-5086-0702-3/F·1049
定　　价：35.00 元

服务热线：010-85322521
010-85322522
http://www.publish.citic.com
E-mail:sales@citicpub.com
author@citicpub.com

序

四年前，当胡祖六和我开始撰写《关于中国与世界的五大神话》一书时，世界各地的投资者刚刚惊讶地发现，中国突然变成了世界经济的主要发动机。其实自20世纪90年代初以来，中国对外开放的步伐已在悄然加速，但是直到21世纪到来之后，美国和欧洲的消费者才开始注意到，他们的服装和日用品更多地打上了“中国制造”的烙印；巴西和澳大利亚的供应商则明显感到，难以满足中国大陆对各种原材料急剧增长的胃口；还有，“中国人的投标”让工业原料和投资设备的价格屡屡创下新高……

在这种形势下，人们顺理成章地对于中国给世界带来的种种影响表现出了各式各样的担心：中国是否将取代美国，成为下一个世界超级大国？发达国家的制造商还有没有能力与成本低廉的东方对手竞争？世界经济是否会因为制造品价格的下跌陷入永久性的通货紧缩？中国的邻国是否会因为大陆经济的迅速崛起而被边缘化？

我们发表的《关于中国与世界的五大神话》受到了读者的普遍好评，世界各国的投资者对该报告表现出了异常浓厚的兴趣，作者也受到了若干会议和讲座的邀请。后来，该报告还由高盛公司出面，在中国大陆和香港正式出版。在那之后，胡先生和我提出的观点被美国、欧洲和亚洲各国的研究和政策机构广泛引用，可以说，所谓的“神话”在今天已远没有四年前那么流行了。

然而，就在各国投资者对于中国在世界舞台上日渐突出的影响慢慢感到适应的同时，他们也日益关心起中国经济内部的运作状况——于是，一系列新的问题不可避免地提上了台面：

数十年的实践经验证明，国有企业、国营经济缺乏效率和竞争力，那么，实行社会主义体制的中国凭什么能在全球资本主义经济中抢占重要的一席之地？中国的劳动力总量将在未来10年之内到达顶峰，大批员工随即进入退休年龄，那么，中国是否会重现日本、韩国和欧洲国家所遭遇的养老金负担加重和增长率放缓的困境？中国的银行体系有没有光明的前景？许多研究者估计，历史遗留的坏

账率可能超过40%，这是否预示着中国随时有可能爆发大规模金融危机？城乡差距是否在不断拉大，农民的不满是否会带来社会紧张关系的加剧和政治局势的动荡？最后，中国的高速增长在长期内可以持续吗？还是说，过分依赖高投资而消费增长乏力的发展模式，必将导致生产能力过剩、利润下跌，最后是宏观经济的崩溃？

带着这些问题，我从去年开始撰写了一系列关于中国国内问题的研究报告，共包含6个部分，并在2005年12月最后完成。这些报告的英文版已经由瑞银证券公司以《如何看待中国》(How To Think About China) 为题发表。

在得到各国投资者、研究人员和媒体记者的充分好评之后，我非常高兴这一研究成果的中文版能够作为单行本正式发行。对于中国大陆的读者而言，本国经济的问题和出路他们自然更为熟悉，也更加关注。然而与大家在国内的财经媒体和学术刊物上常见的内容相比，本书的观点、研究方法和结论还是有很多不同之处。特别是，对于前述的中国经济即将面临的难关，笔者通过分析得出了令人意外的相对乐观的预测，而针对近来喧嚣一时的中国将让世界变得面目全非的论断，本书最后却总结了中国不会改变世界的七个方面的理由。我衷心希望，广大读者能够从阅读中得到更多的乐趣和收获。

乔纳森·安德森

2006年7月1日

《当中国改变世界》

Quand la Chine Change le Monde

作者：埃里克·伊兹拉莱维奇

ISBN：7-5086-0144-0/F*909

定价：26.00元



法国《回声报》副主编、畅销书作家埃里克·伊兹拉莱维奇长期跟踪中国经济的发展，在他看来，人类历史上还从来没有过一个如此庞大的国家，以如此迅猛的速度保持了如此长时间的增长。

中国的复苏理应使人欣慰，但也引起了不安。由于其辽阔的幅员和饕餮的胃口，中国将动摇石油、钢铁、黄金、小麦、技术和劳务等所有市场的稳定，它的冲击影响着一切……

中央电视台《对话》栏目邀请本书作者与博鳌亚洲论坛秘书长龙永图进行专题讨论，国务院发展研究中心副主任孙晓郁为本书作序，北京大学中国经济研究中心主任林毅夫倾力推荐，国民党前主席连战在出席“海峡两岸经贸论坛”的主题演讲中一再援引本书的观点。

目录



HOW TO
THINK ABOUT
CHINA

第三章

走出银行困局

第四章

经济社会紧张关系

第五章

中长期增长的动力

第六章

中国不会改变世界的七个理由

政府与市场

概论:有关中国经济的五个重要事实

故事的主角

国有经济——到底有多大?

政府与经济——所有权之外

国有经济?市场经济?——没有迫在眉睫的危机

未来之路

今天的中国经济在总体上更接近撒切尔式的自由市场体制，而不是传统的马克思列宁主义的计划体制。

展望未来，目前还困扰中国经济的一些主要问题，随着银行体系的改革，最终的解决方案已快要浮出水面。

如果坚持现在的改革方向，中国的市场经济将在未来几年翻越最后一道分水岭……

概论：有关中国经济的五个重要事实

在笔者看来，要想理解中国大陆整体经济的运行现状，最关键的环节莫过于弄清楚政府在其中所发挥的作用。因此，本书的话题就从国有经济与市场经济的关系开始。

基本情况是这样的：在过去的计划经济时代，中国政府掌握着绝大部分资产，控制着全社会的商业交换；但是今天，形势已发生了巨大的改变，在历经二十多年的改革开放之后，毫无疑问，大陆经济在许多方面已经为市场所主导；不过在另一方面，中国政府依旧拥有和管理着相当多的产业组织，特别是掌握着重工业、资本密集型服务业以及金融业的控制权。

在这种背景下，人们对中国经济现状的描述便出现了如盲人摸象般的混乱，各种相去甚远的观点都能从实际生活中找到大量支持自己的证据。例如，有人对中国经济前景极度悲观，认为国有企业长期失血，政府干预过度，激励机制扭曲，完全看不到希望，他们很容易发现许多支撑自己论点的数据。另外一些人则相当乐观，认为政府扮演着积极有效的、扶持市场的角色，干预是有限的，企业经营状况良好，需要的证据也同样随处可得。

那么，笔者的看法又如何呢？在很多情况下，真理总是位于比较中庸、不那么极端的地方——但总体来说，我们更倾向于上述的第二种观点。尽管存在政府的干预和扭曲，但今天的中国基本上已建成了由市场主导的经济，而不是一个掩盖在市场机制外表下的传统的计划经济。我们认为这样的认识更为准确，也更有帮助。同时，与媒体上常见的炒作相反，中国经济在未来不会走向灾难，其理由便是如下五个需要首先弄清楚的重要事实：

1. 中国政府还控制着很多经济实体，国有经济的比例要比其他一些亚洲经济体高出很多。我们估计，国有企业依然占有一半左右的生产性资产，贡献了28%左右的GDP（但它们雇用的劳动力仅占全国的6%）。

2. 尽管国有经济部门所占的比例很高，但令人惊讶的是，政府对这些资产的控制在很大程度上已经市场化了。国有企业虽然还需要担负一部分社会福利的责任，税收负担也相对比较重，但它们已不再大量接受政府补贴。它们还必须在一个竞争非常激烈的环境里求生存，如果不能适应，也要面临重组甚至关门的风险。

3. 这种机制作用的结果是，目前的国有企业基本上是盈利的，与其他一些有着“财政黑洞”负担的新兴经济体相比，中国经济的盈利状况并不差。国有企业的经营管理水平也在逐渐改善。从这个意义上说，市场机制取得了最终的胜利。

4. 中国经济真正的结构性问题出在其他地方：政府对金融企业的所有权比例太高，以及对利率水平实行严格控制，这导致中国经济长期存在过度投资的倾向。如果政府的宏观调控不够及时，那就难免导致整体经济呈现大起大落的周期性波动。在20世纪90年代，这种波动导致了大规模的企业关闭和涉及数千万人的裁员。不过从本质上说，这并非国有企业本身的缺陷，而是宏观经济的结构性问题。

5. 好的趋势在于，政府在宏观调控方面已经有了明显改进，而且在逐渐向着减持国有资产的正确方向前进。最重要的表现是，在新中国的历史上，我们第一次看到政府有了明确的逐渐退出银行体系的战略构想。

以上这些事实能给我们带来哪些启发？显然，中国已经在市场经济改革的大道上走完了一多半的旅程——当然，在接下来的清理金融体系与正式推进企业私有化的时候，它还将面临非常艰巨的任务。到目前为止，尽管中国的市场经济体系还是一个半成品，但它在总体上已更为接近撒切尔式的自由市场体制，而不是传统的马克思主义的计划体制。

叙述的思路

请读者们注意，我们并不打算对中国国有企业管理和改革的历史进行全面回顾。整个改革过程十分曲折和迂回，充满了激烈的争论、突然的反复，发生过很多激动人心的逸事。对这些细节感兴趣的读者可以查阅我们在本书末尾列出的部分参考文献。

我们的叙述将采取整体研究的方法，关注主要事件以及宏观数据，以便让广大读者对国有经济的基本情况以及政府扮演的角色有全面的了解。我们还将特别关注“所有权”与“市场环境”这两个最典型的话题。在所有权方面，国有企业究竟占到多大比例？国有资产主要集中在哪些产业部门？政府与国有企业的雇员到底有多少？在市场环境方面，政府是如何干预经济的？它有哪些工具？政府的角色是否也在随着时代的推移而变化？

在本章最后的部分，我们将把各种数据综合起来，以解释整体的运行情况，并探讨如下一些课题：国有企业与私人企业各自的盈利能力如何？它们是如何共存的？这种共存对宏观调控和微观效率都有哪些影响？关于政府在未来要扮演的角色，现在应该做怎样的战略思考？

故事的主角

在进入正式的讨论之前，先有必要对我们即将涉及到的一些术语进行解释。因为这在中国还是个重要的课题，“国家”（或政府）所有到底指什么，如何进行测算，这些都需要我们预先达成一致意见，特别是，许多术语的含义还会随着时间的推移发生显著改变。

首先要注意，中国的“政府部门”往往既包括了公共职能机构，又包括了政府拥有的各种商业实体。前者是与其他国家类似的政府事业机构，包括市政服务机构、教育机构、医院或文化组织等。在中国，这些机构都被列为“事业单位”(但令人疑惑的是，其中一些机构也常常被包含在国有企业的统计数据里)。就本章的研究目的而言，这部分国有机构的情况并不重要。

相反，我们关注的核心是政府在商业活动中发挥的作用，包括农业、工业、建筑业以及交通、通讯、零售业和金融业等服务业部门。这才是有关中国经济究竟是“政府主导”还是“市场主导”的争论的焦点——也是中国与其他新兴市场经济国家或发达国家差别最大的地方。

在20世纪70年代末以前，情况相对简单，当时几乎所有的经济活动都以不同形式被政府拥有或控制。农业生产由公社组成，城市的工业和服务业由国有企业主导，其他经济形式主要是农村地区所谓的“乡镇企业”和小型的城镇集体企业。后两类小企业从来没有正式列入中央计划，但在理论上依然受政府控制。不管是何种规模的企业，经理人都由政府直接任命，少数情况下由集体选举产生。

这一情况在过去20多年里有了根本的变化。首先，随着人民公社的解体，农民家庭得到了自己承包的土地，几乎所有的农业生产都脱离了政府的直接控制。其次，随着经济的自由化，乡镇企业和集体企业逐渐脱离了政府的影响。这些企业的数量在今天依然庞大，它们绝大多数实际上已经归私人拥有，没有来自政府的资金支持，也不再受地方政府的明显干预。但是，由于有关私人企业的法律保护体系不健全，到20世纪90年代末之前，绝大多数新创的企业还是戴着乡镇企业或集体企业的“红帽子”。

从那以后，这个拼图变得更复杂了。在过去几年，真正的私人经济部门开始起飞，成千上万新兴的私人企业成长起来（这个过程在沿海省市里发展尤其

迅速，而在部分内陆地区，集体企业依旧占据统治地位）。另外在大多数产业部门，政府已不再要求外国公司必须寻找当地的合资伙伴，外商独资企业随之大量增加。

然而，最主要的变化还是国有企业自身的界限出现了模糊。许多小型的国有企业在过去几年事实上已经私有化了，采取的办法既有一次性的产权出售，也有逐步的管理层收购，这个问题下面还将详细阐述。另外在 20 世纪 90 年代的经济泡沫破灭后，许多行业出现全面亏损，大量企业被关闭。在幸存的国有企业中，混合所有制逐渐成为主流。例如，在将近 10 万家外商合资企业中，大部分是由外商与国有企业合资建立的。在国内外上市的企业中，大部分也是原来的国有企业。许多国有企业还在积极邀请其他国内投资者参与合作，成立合资企业和有限责任公司。

很多财经报刊还是喜欢纯粹从所有权的角度来讨论“国有企业”与“私人企业”的对立，但在上述的复杂背景下，这种名义上的差别其实已没有了真正的意义。相反，我们认为更重要的区别是在“国有企业”与“非国有企业”之间，前者是被政府拥有和有效控制的，而后者，不论其理论上的所有权如何，终归是被市场力量所控制的。图 1 反映了中国目前各类经济实体的大致情况：

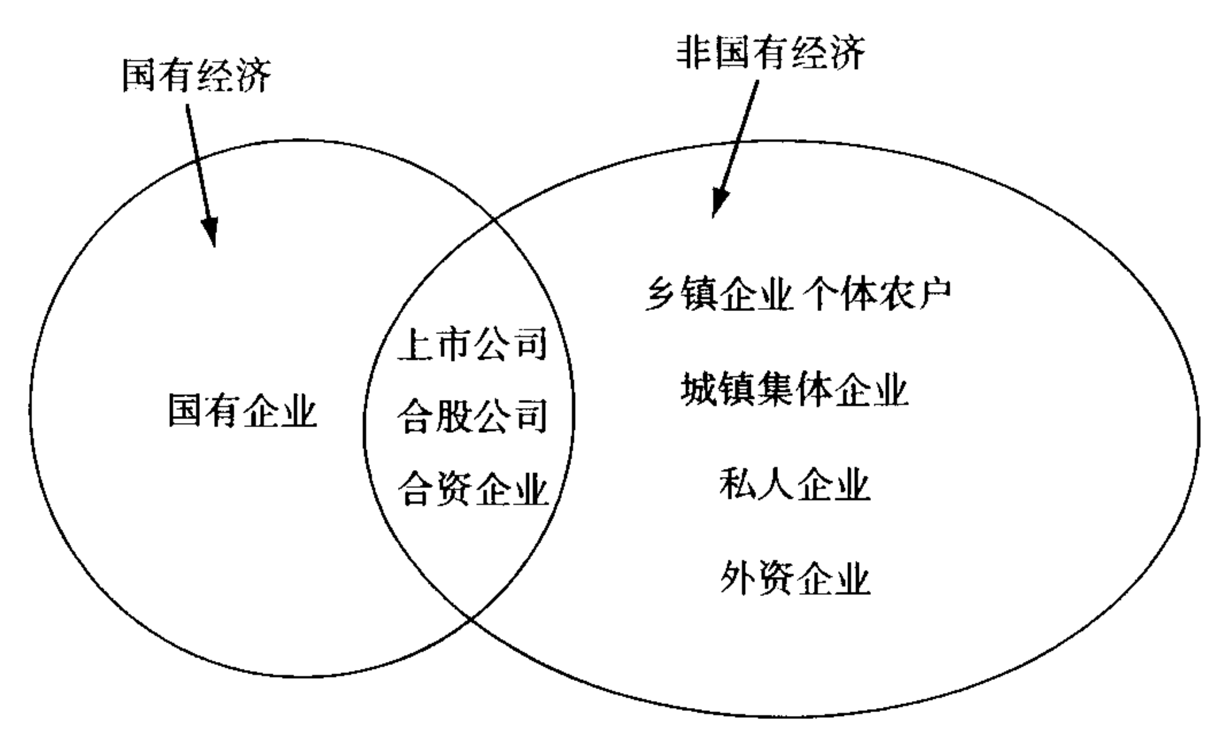


图 1　中国的各类经济实体——越来越复杂的拼图

资料来源：瑞银证券研究部。

在这个图中我们可以看到，要准确估计国有部门的规模其实非常复杂。例如，有大量中小型国有企业实际上已经私有化了，但它们还包括在国有企业的正式统计数据中。相反，许多国有企业又把自己的部分股份通过上市或者合资卖给了外部投资人，但政府还拥有 75% 的股份，或者只占有 40%，它们又算什么身份？下一节我们将讨论这些话题。

国有经济——到底有多大？

这个部分将讨论国有经济在整个中国经济中所占的真实比重。考虑到以上列举的现有统计数据的各种缺陷，我们决定这样进行：首先，我们将收集现有的纯国有企业和其他账面上属于国有的各种商业机构的数据，主要是指政府掌握着控股权的企业（所谓“政府掌握着控股权”的企业，具体定义是该企业有50%以上的股份被政府直接或间接持有）。一方面，这种做法对国有经济的规模可能有所高估，因为它包括了那些在账面上属于国有、但实际上已经私有化的企业；但另一方面又可能有所低估，因为它排除了那些政府掌握着很大股份、却不足控股权标准的企业。下一节我们会看到，这种计算方法总体来说可能夸大了政府在经济中的作用，不过就目前来说可以算最好的办法了。

重要提示：从现在开始，在正文和图表中所有提到“国有企业”（或国有经济）的地方，都采用上述的广义的国有企业概念，既包括纯粹的国有企业，又包括政府掌握着控股权的企业。

政府与经济的关系——快照

我们给读者们提供的第一张快照如下：从所有权关系来看，国有经济在中国的GDP（或全部经济增加值）中所占的比例参见图2。

我们的研究表明，政府的事业单位（市政、医疗、科研和教育机构等）在2003年的GDP中占10%左右，政府所有或控制的企业合计起来占28%，而非国

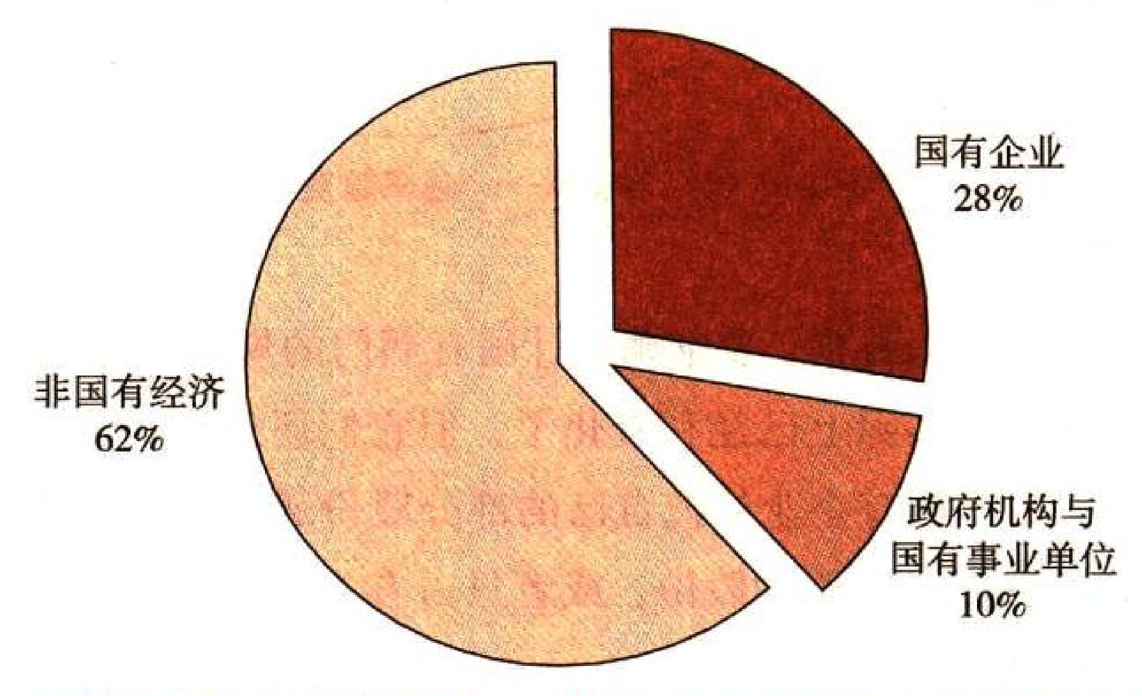


图2　2003年中国的GDP构成——在全部商业活动中，政府的权重为1/3

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

有的机构贡献了剩余的62%。

换句话说，从所有权的角度来看，在全部商业活动（去除政府与事业单位的部分）中，政府的权重约为1/3左右。

这个估计具体是如何得到的？首先，我们采用了分行业的官方GDP统计，然后收集了各个生产性部门的所有可以得到的有关国有股份数量的统计。在农业、制造业和建筑业中，这些数据可以直接得到，而对其他一些服务业部门，我们采用了部分数据来推算。从图3中可以看到，在农业部门政府基本上已经完全退出，在其他劳动力密集型的产业部门，如建筑业、商业和餐饮业等，国有企业大约占20%，在制造业中大约占1/3，但在其他一些服务业部门却占了相当大的比重，包括电信业、金融业和政府直接提供服务的某些部门。

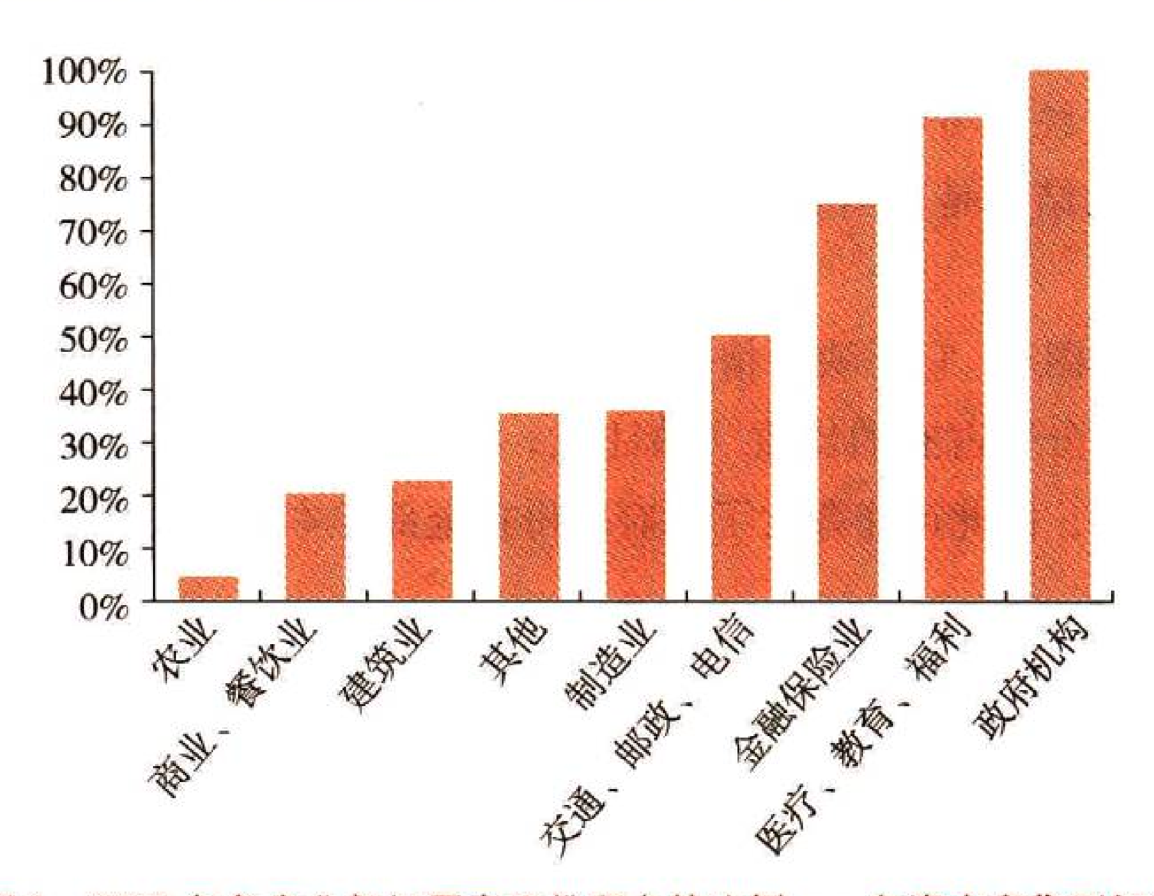


图3　2003年各产业部门国有股份所占的比例——向资本密集型倾斜

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

当然，在GDP中所占的份额只是分析政府角色的指标之一。图4和图5提供了不同的视角，即国有经济在就业人数与固定资产方面所占的比例。

这些图给出了一个有趣的事实：政府在全部就业中所占的比重比它在GDP中所占的比重要小，只有大约6%的就业人口为政府控制的企业服务，其余6%在政府的事业单位服务（包括我们估算的在农村提供事业服务的人数）。

另一方面，如果看累计投资额的统计数据，国有资产所占的比重又比国有经济在GDP中的份额高得多，接近全社会的60%。

这种背离的原因何在？很简单，国有企业在劳动力密集型的产业部门中不活跃，而在资本密集型的产业中却占据了重要地位。上面的图3已经隐含了这个事实，下面我们还将进行详细介绍。总的来说，国有经济雇用的劳动力并不多，但其占有的固定资产却相当可观。

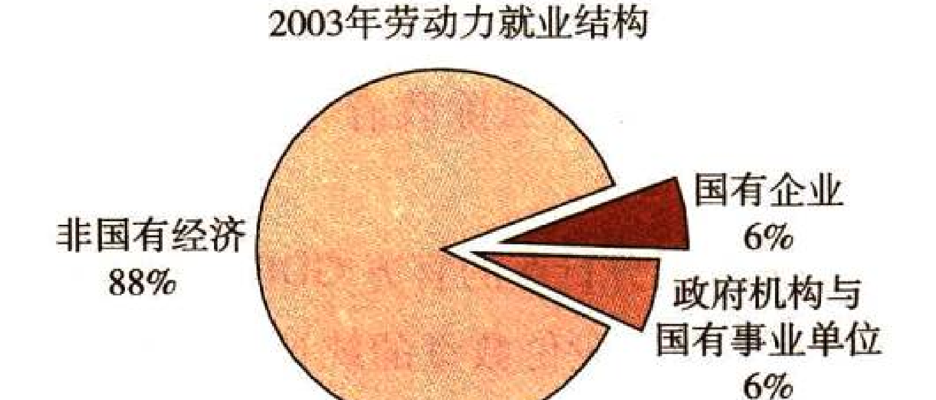


图4　国有经济在就业人数上所占的比例更低

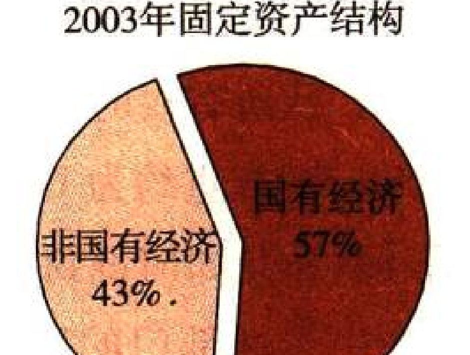


图5　国有经济在固定资产上所占的比例更高

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

这给我们提出了重要的问题：6%的就业人口，28%的经济增加值，50%以上的固定资产——究竟哪个数字是对国有部门规模的"正确"反映呢？从某种意义上来说，它们都是正确的反映，反映了国有经济不同的侧面。然而，从经济学理论上讲，经济增加值的多少更接近于在全部经济活动所占的"真实"份额。因此我们的结论是，国有部门在GDP中所占的比例应该是最有分析价值的指标。

接下来请看图6，它反映的情况是，在不同的资本密集型与劳动密集型产业中，政府所有权分别占有的比重（请注意，这里的数据只包括了年销售额在500万元以上的企业，因此可能夸大了政府股份在全部样本中所占的比重）。

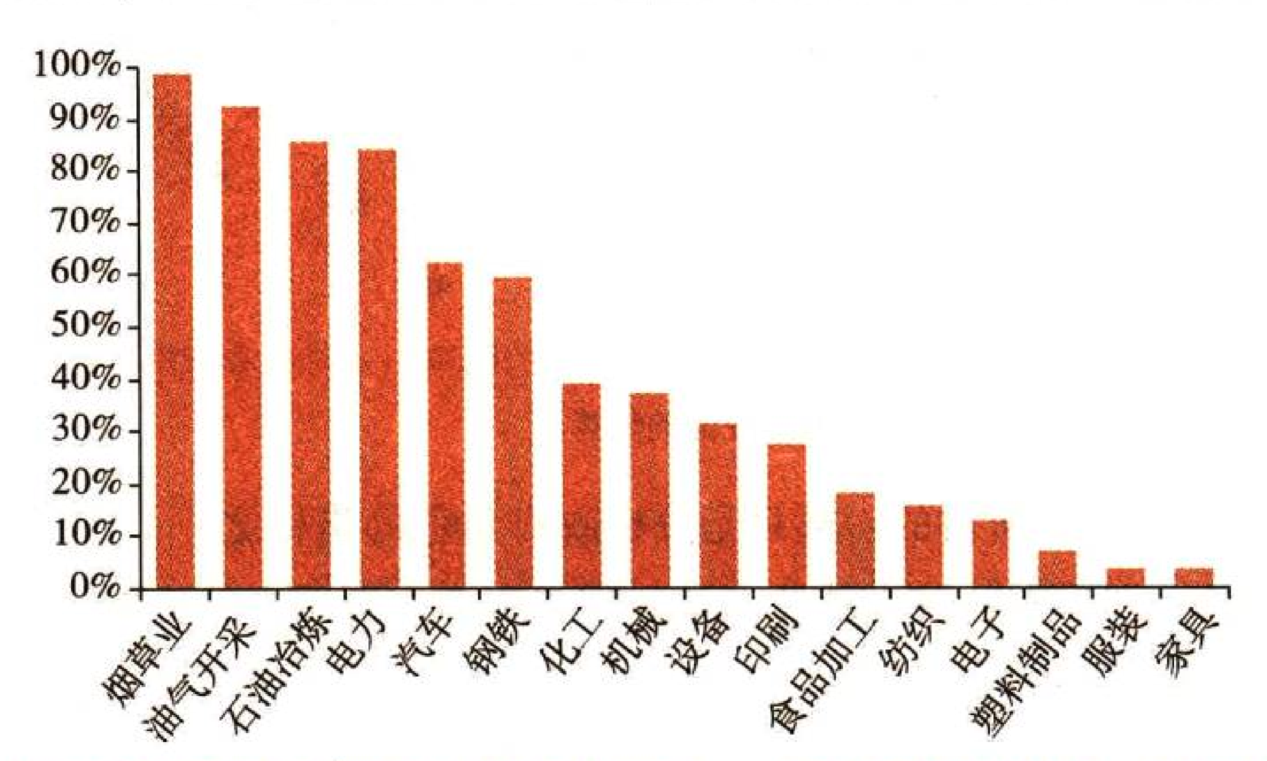


图6　2003年各产业部门国有股份所占的比重——向资本密集型倾斜，但烟草业除外

注：各产业的企业样本仅包括年销售额在500万元以上的企业。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

结果完全如我们预期的一样，在资本密集程度最高的部门，如石油开采与冶炼、电力开发等产业，国有股份的份额占了80%以上（当然，很有趣的例外是，政府所有权最高的部门是烟草业——这个部门其实并不需要密集的资本投入，它反映的事实是政府对香烟生产的官方垄断）。在汽车生产和钢铁冶炼等部门，国有企业占60%左右，下面依次是化工、机械设备等部门。而在后面的劳动力密集型

产业领域，包括纺织、电子装配、服装、塑料制品和家具等，国有企业所占的比例都不到15%，有的甚至不足5%。

另一个重要的发现是，在各个地区之间，国有企业的比重差别悬殊（参见图7,再次提请注意，这里根据的数据依然只包括了年销售额在500万元以上的企业，因而可能夸大了国有企业在全部样本中所占的比重）。一般的规律是，在经济相对发达、增长速度较快的出口工业中心，如广东、福建以及大上海地区，国有企业的比重都比较小。这反映出，发达地区在吸引私人投资方面可能更为成功，在国有企业私有化方面也走得更快。

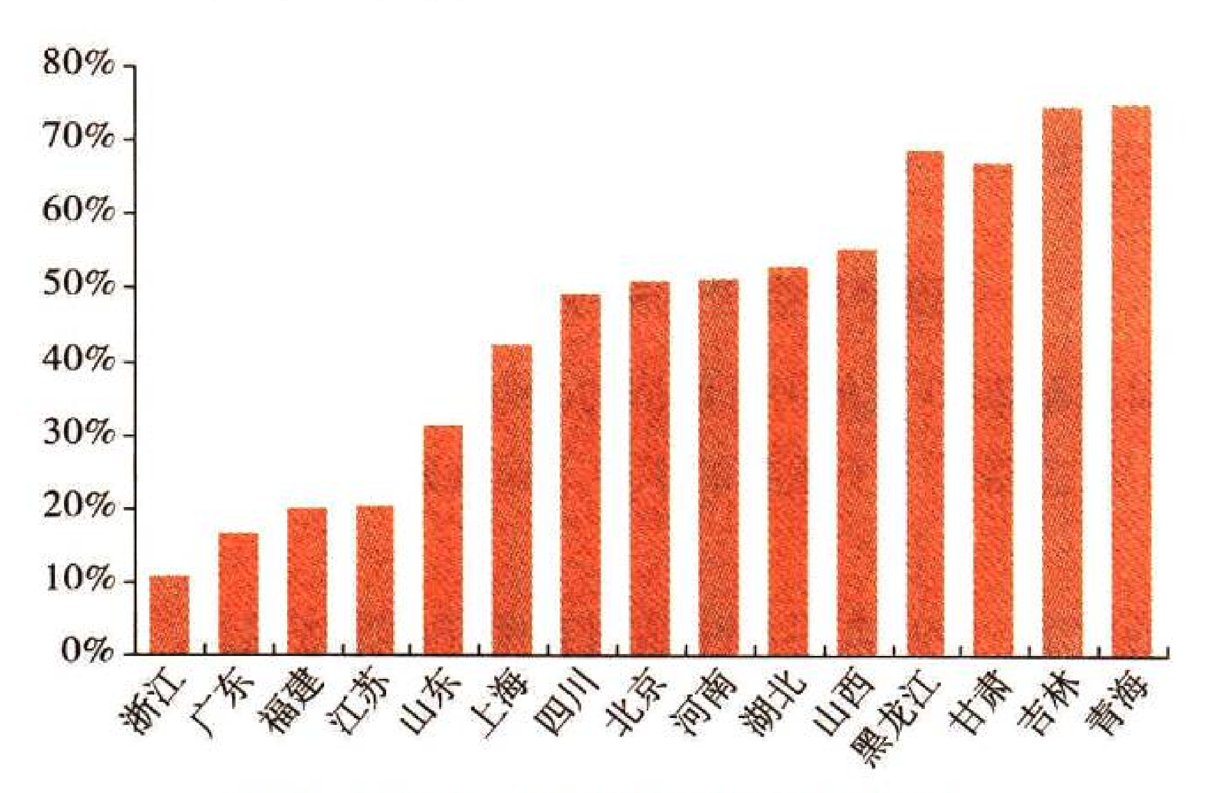


图7　2003年各地区的国有经济所占比例

注：各产业的企业样本仅包括年销售额在500万元以上的企业。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

相反，在北方的老工业地区以及不够发达的内陆省市，私人经济的发展速度更慢，国有企业的私有化步伐也比较小。

政府与经济的关系——国际比较

国有企业占全部GDP的28%——如果加上更广义的政府行为（事业单位），则接近40%——与亚洲及世界其他发展中国家相比，这算是个很高的比重吗？考虑到中国有过很长时期的计划经济传统，回答是肯定的。图8反映了中国大陆与其他一些亚洲经济体国有部门所占的比重（数据同样是依据我们对该地区的政府机构与国有企业的大致估计）的对比。可以看到，对大多数亚洲经济体而言，国有部门所占的综合比重都不到20%，其中国有企业通常不到5%，唯一与中国接近的国家是新加坡，国有部门的比重接近30%。

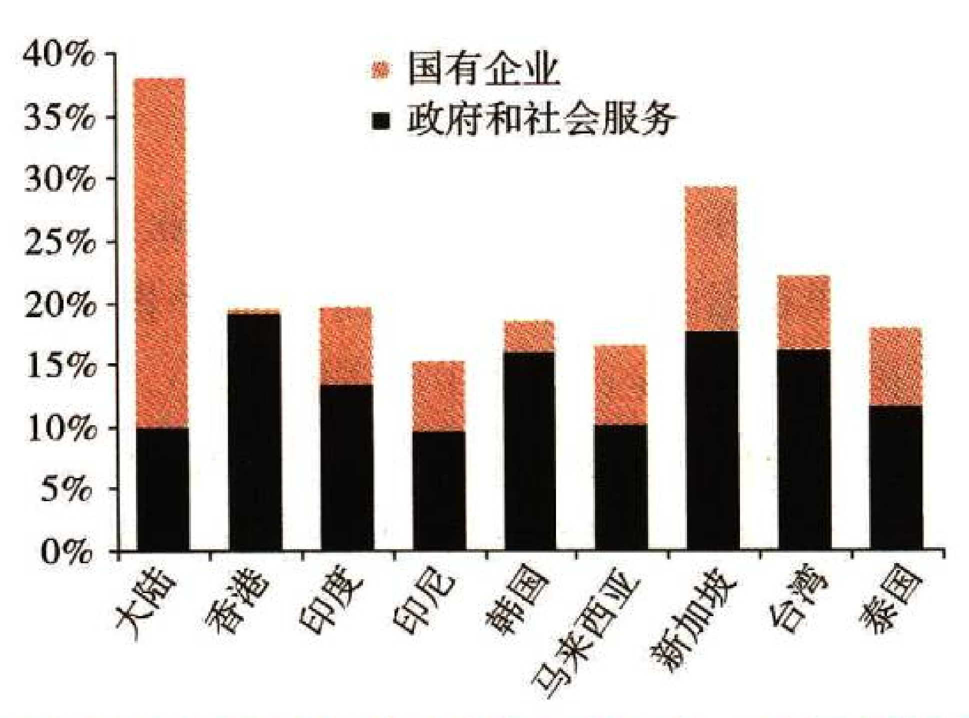


图 8　2003 年亚洲主要经济体国有经济所占的比重——中国大陆明显高出很多

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

政府与经济的关系——历史沿革

以上我们对截至 2003 年的国有经济的总量有了一个大致的了解，但这只是横截面式的分析，它忽略了一个重要的事实，那就是国有企业在经济中的比重正在逐年降低。

请看如下的数字：1995 年针对中国国有资产的普查显示，国有企业的数量超过 30 万家，员工人数达到 8 000 万人，占全体劳动力的 12%；而在 2003 年，在新成立的国有资产监督管理委员会开始运转之后，他们提供的统计数据显示，政府拥有和控制的企业只剩下了 15 万家，员工人数约为 4 700 万。

也就是说，已经有一半的企业和接近一半的员工在过去 8 年时间里离开了国有体系。再请看图 9，它显示的是国有工业企业（这是唯一能得到各年确切统计

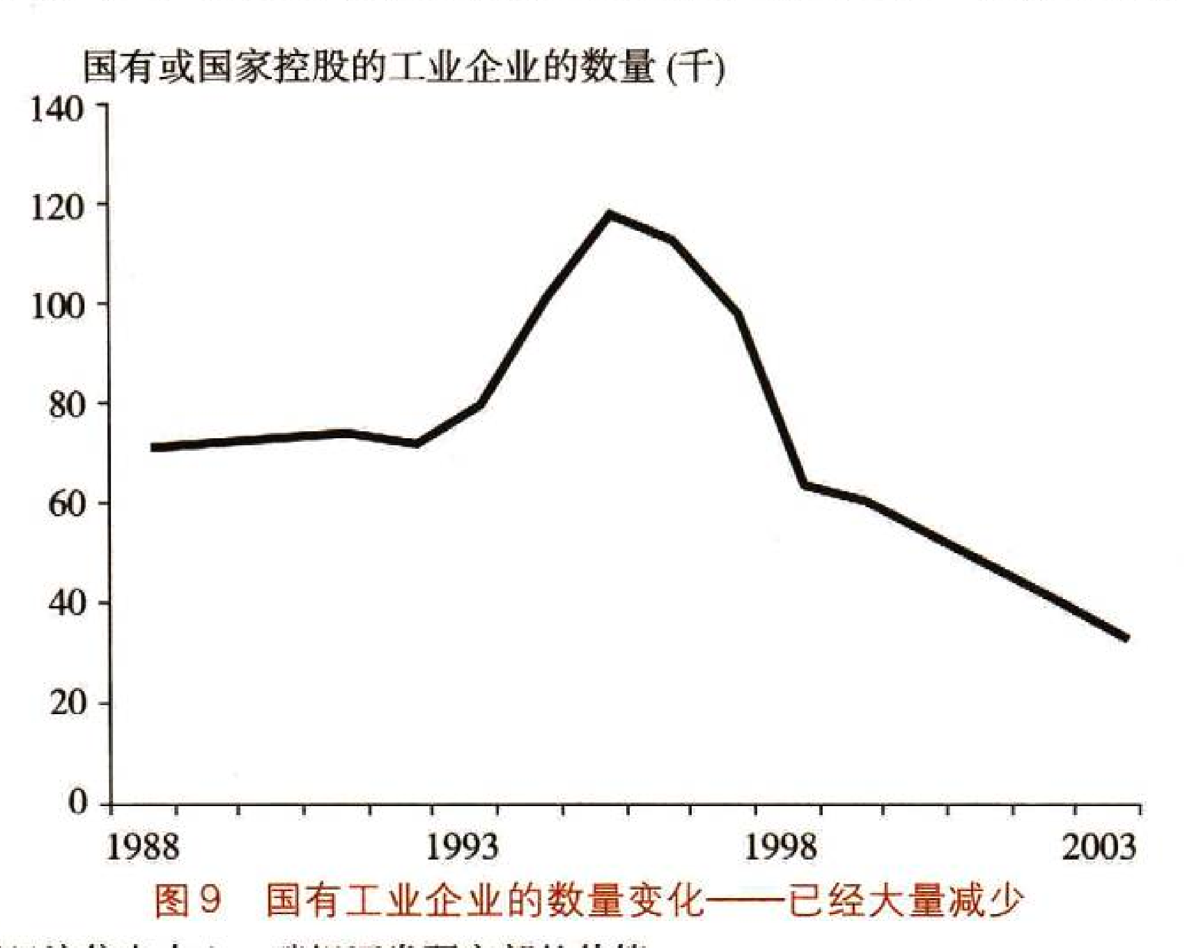


图 9　国有工业企业的数量变化——已经大量减少

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

数据的产业部门）的数量变化，从20世纪90年代初期的8万家下降到今天的不足4万家。还有，我们从图10中可以在工业总产量和员工数量上看到类似的趋势。

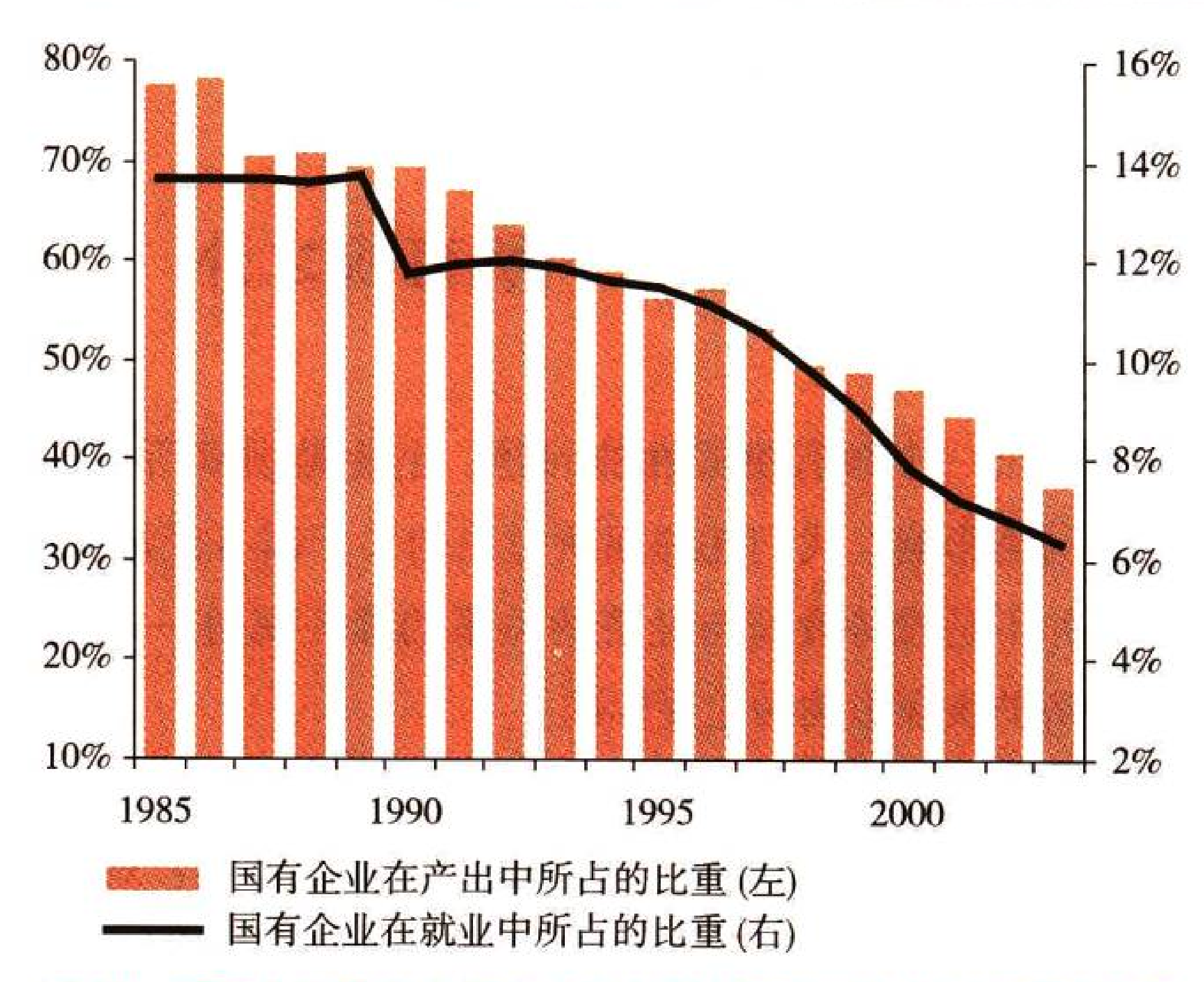


图10 国有企业的产出和就业在全国经济中所占的比重不断下降

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

这么多企业和员工是如何消失的？许多国有企业——特别是小型的地方企业，特别是在沿海地区——都卖给了外来的投资人或者自己的经理人，这应该属于其中一部分。但这可能是一个比较次要的方面，因为许多私有化以后的企业还继续戴着“红帽子”，并留在官方的统计数据里（在如下有关私有化问题的讨论中还将详细探讨）。

答案主要在其他方面：国有企业被迫缩减了规模，甚至大量关闭，许多员工因此失去了原来的工作。请注意，在20世纪90年代中期的经济泡沫破灭后，大多数工业和服务业部门都遭受了沉重打击。有报道指出，中国当时某些行业的设备利用率下降到30%，全行业利润率跌落到零甚至负数，轻工业、劳动服务业以及房地产业的形势尤其严峻。许多国有企业的运营出现严重亏损（不用说，更无法承担从泡沫高涨年份继承下来的沉重的债务压力了）。

在这种情况下，政府做出了非常痛苦的决定：大量关闭国有工厂和商店，让大批员工下岗。它们的数量是相当惊人的，数万家国有企业部分或全部关闭，2 500万~3 000万员工离岗回家。由于缺乏正式的破产程序，很多企业并没有被正式解散，员工也没有列入正式的失业登记名单，他们可以继续从企业或者地方财政中得到名义上的津贴，通常是每月150~200元（还是在资金来源有保障的情况下）。然而，企业的厂房和设备都被处理了，或者合并到了财务状况较好的企业

里。因此从我们的研究目的出发，很重要的一个原则是，一旦企业关门、职工下岗，他们就从国有企业的统计数据中被排除出去了。

政府与经济——所有权之外

现在，我们要提出一个颇有挑战性的问题：企业是国家所有还是私人所有，究竟会带来什么不同的影响？我们在前面所讨论的关于国有经济实际规模的问题或许很有趣，但这并不是看待政府与经济的关系的唯一视角——而且，实际上也不是衡量政府对经济的实际影响的主要标准。

那么，什么标准才是最重要的呢？在笔者看来，不管名义上的所有权如何，政府在经济中所发挥的实际作用才是最核心的话题。这里面包括：对于企业的日常商业决策，政府是否会积极干预？市场的信号是否强大有效？政府对企业的经营设置了哪些障碍和限制？……于是，我们将在本节里讨论政府对经济进行干预的各种办法，包括价格管制、补贴、公司内部治理、投资、竞争以及金融资源的配置等。

总的结论可能出人意料。首先在微观层面上，中国的国有企业在组织和管理上的改进比较缓慢，甚至可以说，大多数国有企业依旧保持着原有的内部官僚制度，与10年甚至20多年前的情况大体相似，这带来了激励的扭曲，企业远不符合纯市场理论中的“利润最大化”行为。

但是在宏观层面上，情况却有着根本的不同。尽管内部机制存在扭曲，但几乎所有的国有企业却都承受着激烈的市场竞争压力。而且令人吃惊的是，政府在很大程度上已经不再为国有企业提供亏损补贴了，绝大多数产品价格已经放开，国有企业的垄断地位不再无条件地得到保护，政府还会迅速要求亏损企业进行重组、甚至关门。这种情况并不是对所有产业部门都适用，但就一般的国有企业而言，情形大致如此。

或者说，尽管国有制还普遍存在，但在具体的经济管理中，中国政府的表现令人惊讶，态度越来越自由放任。在几乎所有的产业领域，市场力量都将取得最后的胜利。

然而，目前还有个关键的例外——在银行业和整个金融体系，政府的控制和影响依然相当强大——这种情况所导致的资源配置不当的影响远远超出了该产业自身在GDP中的相对比重，并且还使整体经济出现了不良反应。我们在后面将对此进行专题研究，解释政府对银行体系的影响过大为什么会加剧过度投资，扩大宏观经济的波动幅度，损害经济效率。



下面让我们继续有关中国政府对经济的实际影响的详细讨论。

计划的作用

在传统的计划经济里，国有企业的报表直接列入中央、省级与地方政府的预算，几乎所有商业决策都是“计划”的一个组成部分（计划自身也分中央、省级和地方等多个级别）。产量、价格、就业和投资水平原则上都由中央计划委员会和各产业部委决定，企业的费用和收入属于准财政意义的项目。

乡镇企业和集体企业不是政府财政体系的正式组成部分，但是它们的规模和经营范围，包括产品的品种、价格等，也都受到严格限制。在农业部门，政府会指导各个公社分别生产哪些产品，确定以什么样的价格进行收购。

转瞬之间，20 多年已经过去，在持续不断的改革努力之后，中国今天的情况已完全改变。首先，国有企业不再是政府财政的预算实体，政府脱离了企业的日常商业运作。这些企业要根据市场的需求来决定自己的产品种类，采购原材料，招聘和（越来越多地）解雇员工，在大多数情况下，产品价格的决定也不再有政府的加入。企业的利润记在自己的账上，而且在理论上对自己的亏损负责。

另外，乡镇企业和集体企业已经脱离政府的控制很久了，它们的经营目标和特点与私人企业基本上没有差别。对于谷物和其他大宗商品在农村地区的收购价格，政府还继续发挥着一定的影响，但农民对于生产什么产品已经有了比过去多得多的自主权。

那么，中国的计划制定者还需要做些什么呢？回答是，他们已没有过去那样繁忙了。实际上，这类经济管理部门现在或许不再应该被当成“计划制定者”，他们的角色更接近于“监管者”——而且与世界其他国家的监管机构越来越相似。政府还控制着少数产品和服务的价格，但从发展中国家的标准来看，种类并不特别繁多。政府在少数垄断性产业领域（如电信、能源和航空运输等）还占很大比例，但其身份已经非常接近于其他发展中国家的普通投资人。

也许正是由于这些变化，以前的国家计划委员会已经改组为国家发展与改革委员会，原来的各产业部委也被改组为行业监管机构，或者被直接解散，合并到新成立的商务部中。中国还在继续制定“五年计划”，但这个文件已不再是事无巨细的有关各产业部门发展的具体规划，更多的内容是对宏观发展目标的陈述。

投资项目的审批权

然而，如果你就此以为政府已经从所有计划领域中大幅度后撤了，却也并不尽然。在新增固定资产投资领域，政府还在很大程度上保持着原有的发言权。在

2004年，超过某个金额标准的投资（不管属于哪个产业部门）依然需要省级计划部门官员的正式审批，更大型的项目还要获得中央计划部门的同意。如果没有政府的批文，企业就不能为这样的项目争取银行的长期贷款以及土地使用权。

当然，实践操作也不是听上去那么呆板。在主要的重工业和基础设施领域，的确存在投资规划、长期发展目标和年度数量指标，但对其他产业部门，政府审批主要是扮演“看门人”的角色。在正常年份里，如果企业能够达到一些客观的指标（例如对自有资本的要求、参股企业的盈利状况、对环境影响的评估等），那么项目的审核通常是例行公事。而在经济过热的时候，政府则可能利用审批政策来给宏观经济降温（例如，在2005年，房地产和汽车产业就受到了调控措施的显著影响）。后面我们还会看到，如果银行不能完全按照市场标准来配置资金资源，政府对投资的行政控制措施将是重要的刹车工具。

在未来，投资决策将更加自由化。中国政府已经宣布，对大多数产业部门的投资项目的审批要求将被取消，只保留对中央拥有的大型国有企业以及发改委指定的少数几个重要产业部门的控制。这意味着现有的大多数国有企业在决定投资项目的时候也将基本拥有自主权了。

价格控制

对价格的直接控制和对价格产生机制的控制是传统社会主义经济模式中最典型的操作手段——也是中国政府最早放开的部分。1978年，在改革起步之初，政府还决定着国民经济中几乎所有商品的价格，包括零售价格、批发价格和农产品的收购价格（参见图11）。

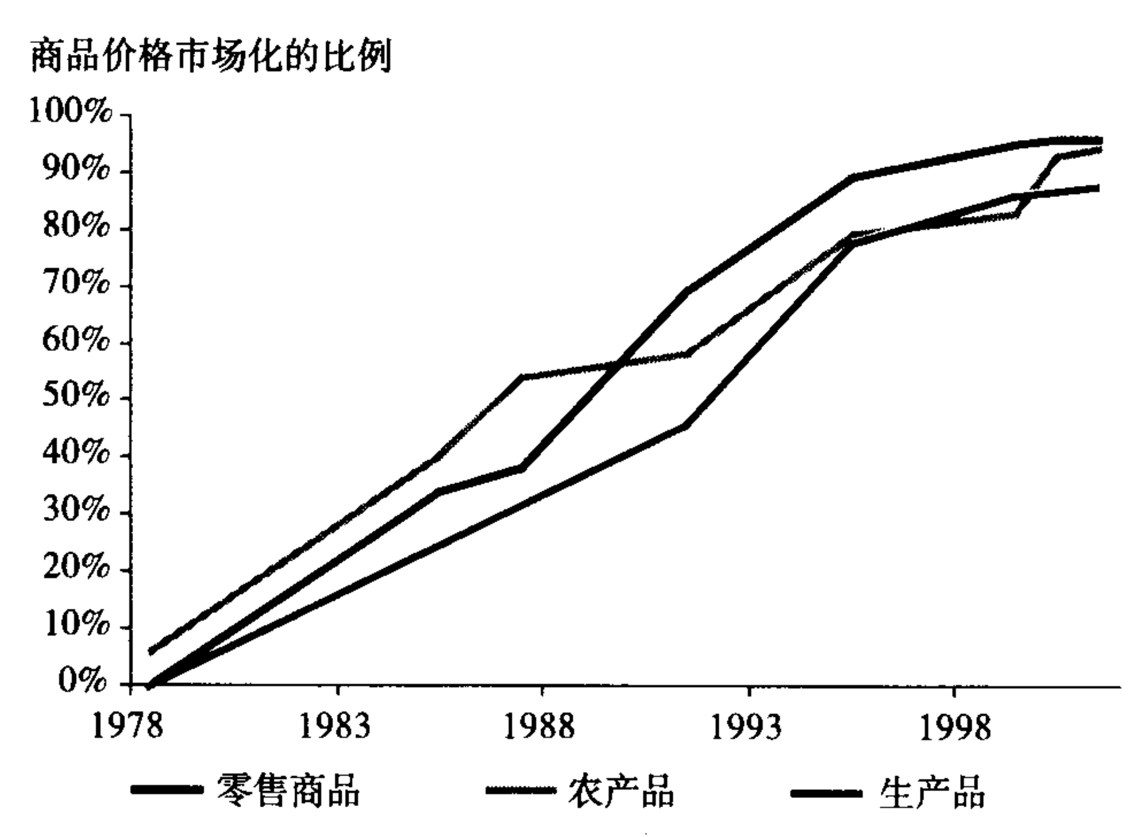


图11　商品价格的市场化取得了巨大进步，1978～2001年

资料来源：Nicholas Lardy, *Integrating China in the Global Economy* (Brookings, 2002)。

20年之后，价格受到限制的商品数的比重已经只有总数的10%，主要是能源、公用事业服务、粮食和其他某些服务（如交通运输、电信和医疗）等。事实上，这与绝大多数发展中国家的做法并无二致。任何在中国做生意的人都能出来作证，目前几乎所有工业制造品的价格和商业服务的价格都非但不受政府的控制，而且存在相当激烈的竞争。

政府补贴

在传统的计划经济预算体系里，政府对国有企业的盈亏和开支直接负责，并且至少在理论上企业的利润要直接归入财政。这样的结果是，企业的任何亏损也自动归集到政府财政中，被登记为对企业的补贴。

随着国有企业与政府财政脱钩，当局采取了一系列改革措施，从而极大地改变了企业补贴的性质。首先，企业都设立了盈利指标，它们也有更大的权利来决定产品价格，以便避免亏损。其次，政府逐渐剥离了企业原有的“社会福利”负担，即长期以来企业通过自己的收入直接承担的员工的医院、学校、住房和其他社会责任。最后，在20世纪90年代中期，政府不得不面对许多国有企业长期不能扭亏、必须关闭的现实，前面我们已介绍过，那段时期关闭的企业和下岗的员工数量相当惊人。

改革的成果是，对企业提供的正式补贴的数字急剧下降，从20世纪80年代早期占GDP的6%下降到今天的0.2%的水平（参见图12）。在其他领域，如对农产品的价格补贴等，我们也能看到类似景象，补贴基本上已变得可有可无。中国的农民还不能算是在一个完全自由的环境里从事生产和经营，但是他们的产品价格已经非常接近真实的市场均衡价格，在这一点上甚至比美国和欧盟国家更加自由化。

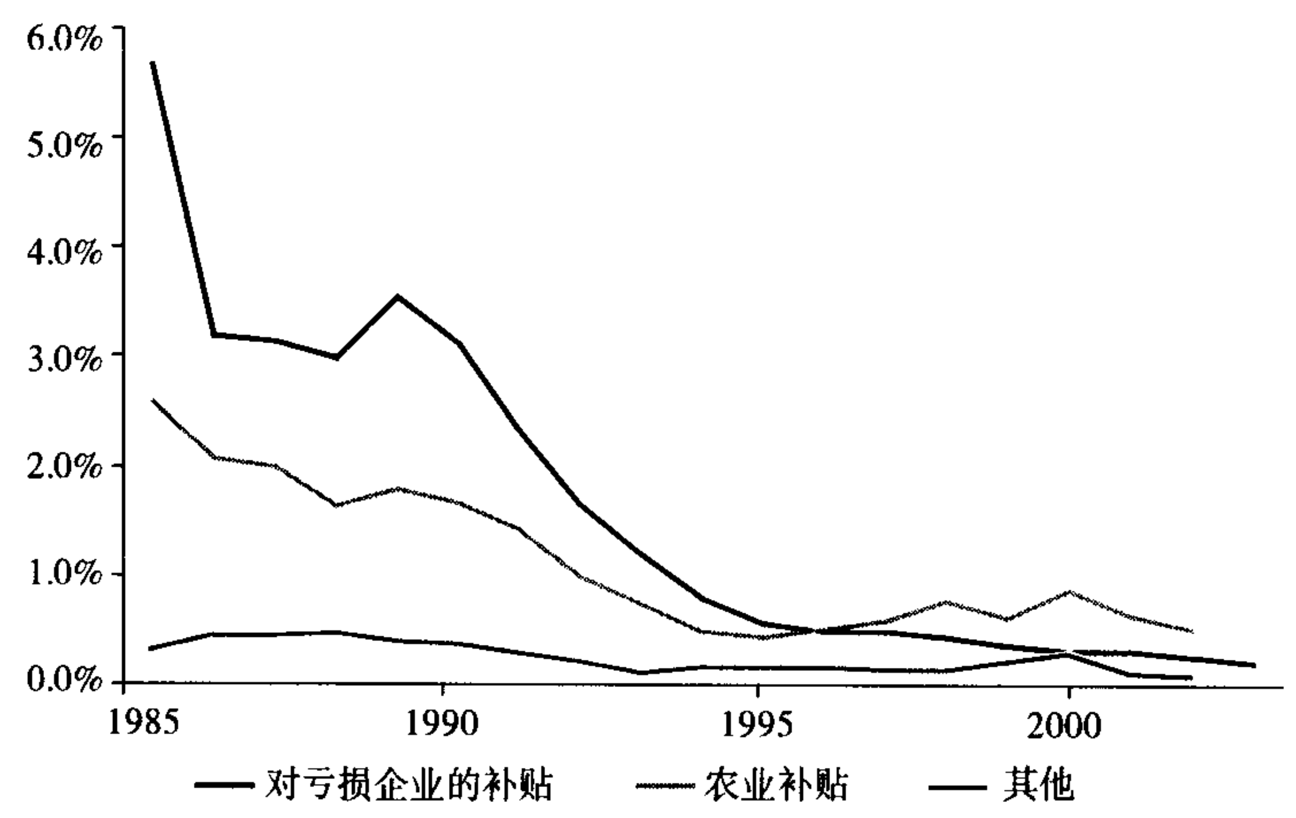


图12　中国的政府补贴占GDP的比重已下降到微不足道的程度，1985~2003年——但并未包括政府对银行的补贴

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

有批评者或许会指出，对国有企业的补贴其实并没有下降——只是从政府财政转移到了银行而已，金融机构还在不分青红皂白地为亏损企业大量输血。这在某种程度上确有其道理，图 12 的数据并没有包括政府对银行的补贴，而这个数量在过去几年异常巨大（下文有详细阐述）。然而，对银行的补贴并不能真正代表对亏损的国有企业的输血。总的来说，剥离企业的社会福利负担以及关闭缺乏竞争力的企业，已经大大提高了保留下来的国有企业的盈利能力。

企业的组织与治理

国有企业传统上的组织和经营模式非常微妙而复杂，对一些最基本的问题，如“谁是公司的所有者”、“谁在负责管理公司”等，常常无法给出明确的答案。许多公司是由“国家”所有的——但国家是个非常模糊的概念，并没有某个具体机构负责所有国有企业的监督和管理。相反，企业需要从许多职能部门和产业部委那里听取指令，也受所在地市和省级政府的制约。企业内部的人事是由政府任命的干部组成，经理人需要与企业的党委、工会以及共青团组织密切合作。

在这种背景下，中国政府在整个 20 世纪 90 年代推进了一套渐进式的企业治理模式改革。按照总的战略方向，国有企业的组织形式和经营风格最终应该向西方式的商业企业全面靠拢：（1）所有的企业在法律上都要明确进行公司化，其所有权要清晰地登记到具体的股东名义下；（2）对于政府全资或部分控制的国有企业，政府的股份要正式指定到某个行使监督和管理职能的特定机构下面（还有一些企业应实行私有化，下节将具体阐述）；（3）原来的经营管理模式要向西方式的体系靠拢，即采取职业经理人的形式来取代原有的公务员式的体系，由董事会和欧洲式的监事会来取代党团组织的监督。

这个改革的实际进展如何？答案是，有进步，但在企业重组方面中国在总体上还没有脱离起步阶段。部分企业已完成了公司化和管理体制改革，其中包括许多中央控制的大型企业和申请上市的公司，但是普通国有企业的进步则比较缓慢——特别是与外在经营环境的迅速变化相比更是大大落伍。其结果是，对大多数国有企业的员工而言，他们所面对的内部管理体制与 15 ~ 20 年前相比并没有太大的不同。

到目前为止，最重要的举措是在 2003 年成立了国有资产监督管理委员会（State Asset Supervision and Administration Committee，SASAC），负责所有非金融行业的国有企业的股份持有和管理。国资委的工作包括监督企业重组的进程、设立经营目标并审核实际表现。它与马来西亚的国库控股公司（Khazanah holding entity）的作用大体相同。国资委还有一个未明确宣布的目标，即加快正式的私有

化进程。所有这些改革的最终目的都是改进企业治理，提高体系的透明度——但来日方长。

竞 争

随便问一家今天在中国做生意的企业，老板们最大的担心和对企业经营影响最大的因素是什么？那么，“竞争的压力”几乎总是最常见的答案之一。尽管有着深厚的社会主义背景，但中国大陆已经被普遍认为是世界上竞争最激烈的经济体（甚至在许多观察家眼里，已经属于过度竞争了）。这对国有企业的行为产生了极其重要的约束。

中国的许多产业部门的市场集中度偏低，即便以发达国家的标准来看也是如此：在全国市场上，在那些高度竞争性的产业部门，最大的前5家企业往往只能占到10%～15%的份额。即使在管制最严格或者资本密集程度很高的部门——如电信、航空、能源、传媒、钢铁和汽车等（这些产业在其他许多国家往往被少数大型垄断厂商控制）——你还是会发现至少有几家、甚至数十家企业在参与市场竞争。

还有，尽管中央政府会定期采取规范和合并市场主体的措施，但在过去几年里上述各产业部门的竞争厂商的数目实际上都在增加。

这种情况令人感到迷惑，大陆经济为什么会呈现出如此激烈的竞争格局呢？在理论上，计划经济应该发展出垄断性的、受保护的产业结构，就像前苏联那样。但中国的情况不同，原因之一是地方经济具有自给自足的性质。中国政府对自己的产业其实也有垄断和保护的倾向，但更多是在省级或地方的层次上实施。在20世纪80年代后期到90年代早期的分权改革中，特别是在1991～1995年的经济泡沫时代，全国各地都在建立“自己的”电视机厂、汽车厂和酿酒厂等。地方的大企业往往能得到各种保护，特别是跨地区的贸易壁垒，包括针对竞争对手的惩罚性关税、税收甚至直接的贸易禁令等。10多年过去了，许多这样的壁垒被中央政府强令拆除，但人们发现，在若干产业部门已经出现了严重的生产能力过剩。

第二个原因是资金成本的低廉。下面我们还将讨论，现有的金融体系会很自然地导致信贷投放的过度和资本价格的偏低（甚至低到零的水平）。90年代的经济泡沫和前两年的过热都印证了这种现象的存在，重工业和房地产业的产能创造出现了大量过剩。

最后一个原因是，中国政府已经相当大地提高了商业决策过程的透明度和效率，包括法律法规的制定、司法的支持和行政环境等。在历史上，中国的经济环

境曾对那些倚赖非正规途径的关系灵通人士更为有利，尽管目前的情况还没有彻底改变，但竞争环境已变得相对公平得多了。

在这种情况下，剩下的传统限制就是对外国企业的进入设置壁垒，但在这个方面中国的开放度也已大幅度提高。1992 年，平均的进口关税率接近 45%，今天已下降到 10% 左右，而且还在继续逐年降低（参见图 13）。原有的呆板的外贸权配额与限制制度已被逐渐取消。与几年前相比，对外资股权的限制也已经有了很大程度的放松。

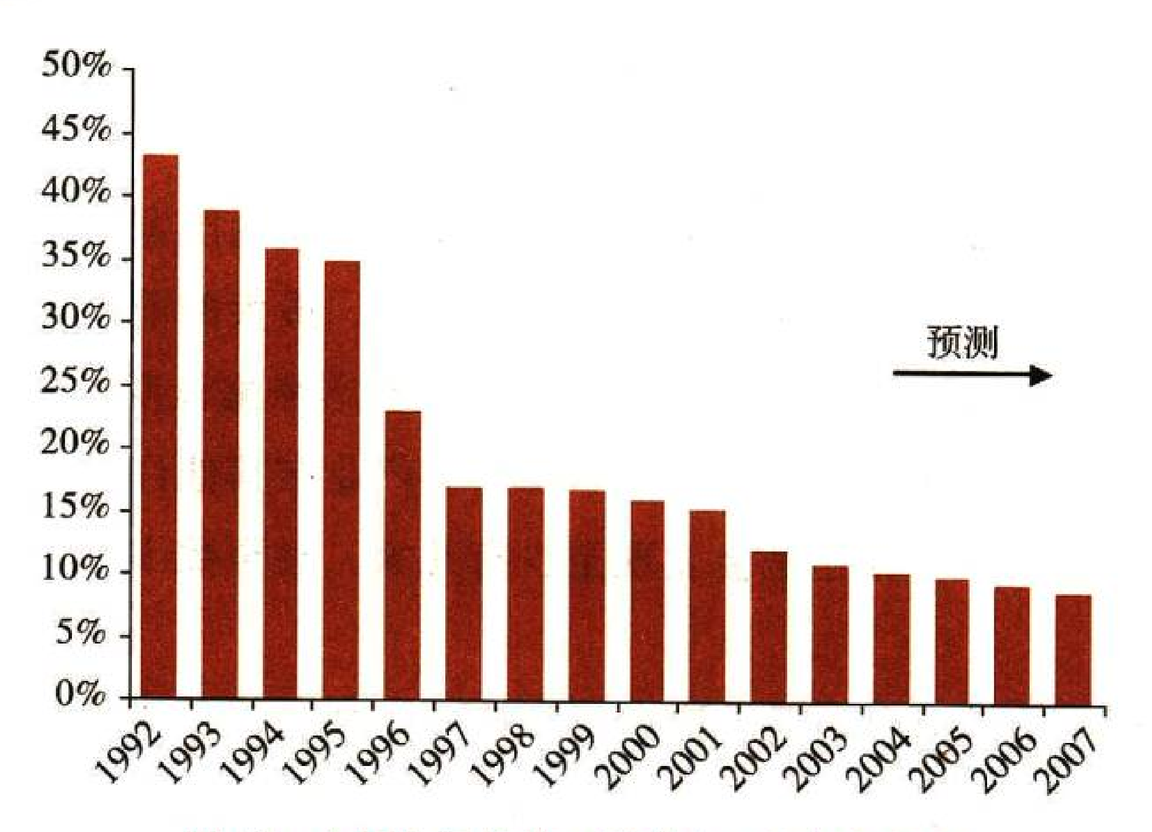


图 13　中国的平均进口关税率已大幅度降低

资料来源：新华财经、瑞银证券研究部的估算。

图 14 和图 15 显示了在主要服务业领域，中国在加入 WTO 前后对外资所有权和经营活动的限制的变化。从中可以看到，20 世纪 90 年代时许多部门还几乎没有外资进入，而到 2007 年时，在绝大多数产业领域，外国投资者将可以自由成立独资企业并开展经营活动。

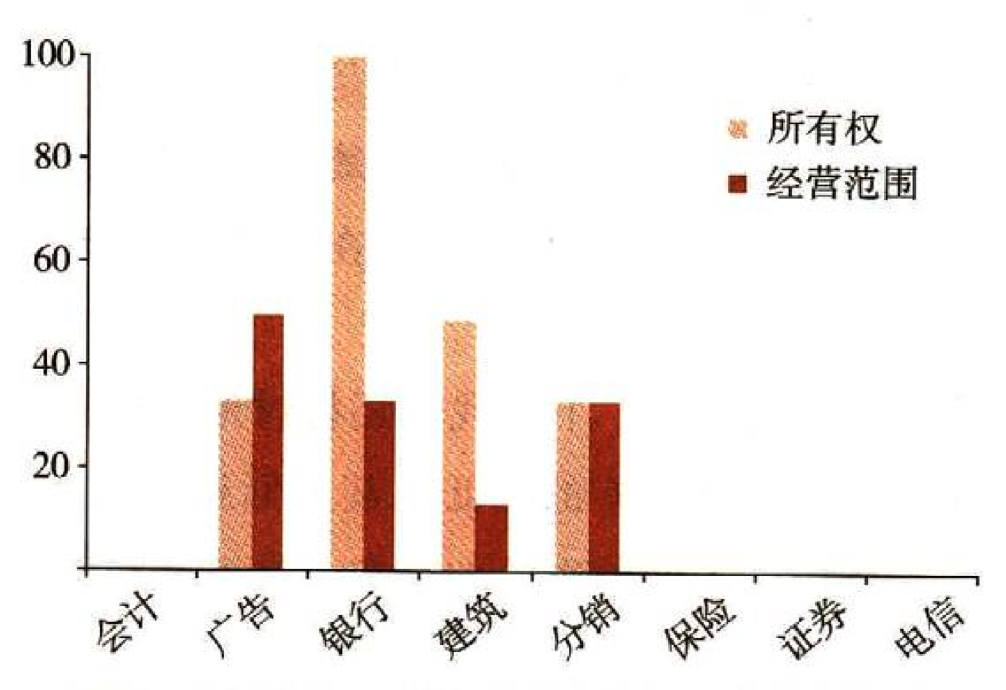


图 14　中国加入 WTO 前对外国资本的开放程度

资料来源：WTO、瑞银证券研究部的估算。



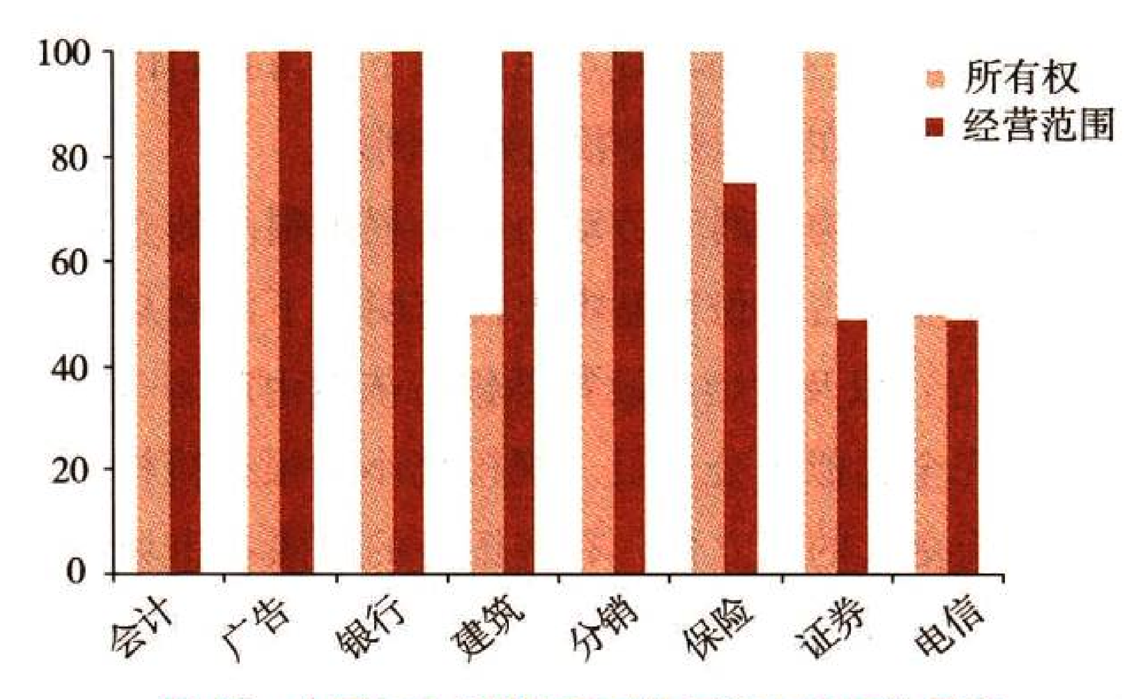


图 15　中国加入 WTO 后对外国资本的开放程度

资料来源：WTO、瑞银证券研究部的估算。

企业的退出

从国际标准的角度来看，中国还不存在有效的破产制度。《破产法》虽然已制定了，但是有关国有企业破产所涉及的行政和财务手续非常复杂，很少有企业实际执行。在我们撰写本书的时候，有关法律的修改还处在激烈的辩论中。

然而就我们所知，这并没有阻碍政府在过去十多年里大量关闭亏损的国有企业。许多工厂并没有履行正式的法定破产程序，而是采取"行政关闭"的名义，停止生产，把工人送回家。大量企业要么缩减规模，要么悄悄关门，或者把资产合并到其他的国有企业①。

这是竞争压力的另外一种表现：国有企业不但要承受来自无数竞争对手的冲击，而且在不能适应环境的时候将面临淘汰的现实压力。当然不是说所有产业部门的处境都一样，对于那些最大型的企业，政府还提供着比较多的保护和支持，但扶持这些企业的原因主要是因为它们的规模和影响太大，承受不起失败的后果（too big to fail），而且它们的数目也没有外界观察家们所猜想的那么多。

可以想象的自然结果是，由于缺乏正式的破产机制，主要的受害者将是中国的银行。在国有企业关门的时候，往往会有大量的呆坏账遗留下来，如果有可行的破产程序，那银行将可以获得企业资产作为抵押赔偿。但现实是，它们往往什么都得不到——这正是大陆银行的不良贷款率异常高的原因之一。

金融资源的配置

由此，我们转入对银行的讨论，在本书的第三章中，我们还将对中国的金融

① 有关国有企业的关闭过程，可以参见世界银行高级经济学家张春霖的文章："Restructuring the State-Owned Enterprise Sector in China: Efforts, Effects and Remaining Challenges", *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 1, No. 2 (2004)。

体系进行深入分析。这里把一些基本观点总结如下，与我们以上讨论过的几乎所有产业部门都不同，金融业在中国是个很特殊的例外。

首先，尽管这些金融机构是属于劳动力密集程度很高的企业，但它们几乎都是国有的，而且国有企业所占的份额基本上没有明显下滑的趋势。主要的商业银行（包括四大国有银行）以及大型的政策性银行依然由政府全部持股，高层管理职位也由政府指派，完全类似于公务员。规模稍小的银行机构——所谓股份制商业银行——在经营上有更大的独立性，有些银行的股票在市场上公开交易，但最大的股东依旧是政府所控制的机构。

其次，与其他产业部门不同，金融业的市场价格受到了严格管制。中央银行直接决定着银行的存贷款利率水平（现在已不完全如此，当局已经取消了贷款利率上限和存款利率下限，但还是保留着决定性的限制，即贷款利率下限和存款利率上限）。同样重要的是，总体利率水平定得偏低，存款利率的成本被限制在1%～2%的水平上。政府由此确保了很低的借贷成本。

第三，在过去几年，银行还获得了巨额的政府补贴。从图12中可以看到，从20世纪90年代中期以来，对非金融部门的补贴从未超过GDP的1%。但仅在1998～1999年，政府就为冲销银行坏账拿出了2 000亿美元——超过GDP的20%。这还没完，在过去两年多以来，银行又取得了约750亿美元以充实资本金，而且在未来几年还可能有更大的投入。

第四，尽管中国的金融产业也是竞争性的，但银行所感受到的竞争压力远不如国有工业企业强烈。小型的地方银行和农村信用社有过被关闭或合并的经历，但大型银行尽管在过去长期以来事实上处于资不抵债的情况，却从来没有承受过真正的冲击。相反，大量政府补贴的投入表明，这些机构太大，不能失败（同样属于“too big to fail”）。

最后，尽管在监管和定价方面受到严格约束，但银行在日常的贷款业务方面受到的来自中央的干预已大大减少，自由的程度令人吃惊。要知道，中国的银行一开始不过是政府财政的补充，那时的“贷款”不过是国家投资计划的子项目，所以现在的情况可以说已经有了本质的变化。银行还会受到部分压力，如与政策有关的贷款，特别是基础设施发展项目，但中央政府的基本态度是，鼓励银行在日常的商业和消费信贷业务中尽可能地市场化。

我们将看到，这种格局给中国经济埋下了一个大大的隐患。但颇为微妙的是，问题并不仅仅在于银行归政府所有，而在于政府既拥有银行的所有权、又机械地设定市场价格水平，同时还给银行的日常经营留下了最大限度的自由空间。

国有经济？市场经济？——没有迫在眉睫的危机

前面，我们逐一了解了中国总体经济“谜团”的各个环节，知道了国有企业还扮演着重要、却日渐衰退的作用，政府在与经济的相互作用和影响上表现得相当支持市场，这可能会让很多人略感惊讶。现在我们将把这些片段拼接起来，看看如何从总体上描述中国经济。

有必要提醒大家的是，海外投资界对中国政府在经济中的作用有着非常极端的不同看法。一方面，有的人看到政府严重阻碍了经济发展：大多数国有企业没有盈利、效率低下、无法与私人部门竞争，政府的管理体制扭曲了激励，政府对日常商业决策干预太多，企业缺乏利润动机，而且情况只会越变越糟……而另一方面，持乐观态度的人们看到的却是强健有力、利润丰厚的国有经济部门，它们构成了中国经济体系的脊梁，发挥着非常关键的作用，不能随便交给市场或私人部门去控制，为了在未来几十年里保持强大的国家竞争力，政府似乎还应该加强国有企业的作用。

那我们的看法呢？总的来说是如下三个结论：

首先，我们不认为普通的国有企业是目前的中国经济面临的主要问题。如果从现金流的角度来看，现有的大多数国有企业都是盈利的，而且可能比私有企业同行的表现更为出色。与其他许多发展中国家不同，中国并没有不断吞噬财政资源的国有企业“黑洞”。国有企业过高的负债率与社会福利负担当然还没有完全消化，但主要是历史上形成的。整个中国经济正变得更有竞争力，或者说，没有迫在眉睫的危机。

其次，中国经济并非不存在结构性问题——如过去十余年里，上千万工人大规模失业给我们带来的警示那样。主要的问题在于，在金融体系中，国有制的比重太大、利率水平太低而且不灵活，加上政府对经济的传统影响，这会很自然地导致过度投资，以及周期性的宏观经济剧烈波动。

第三，中国政府正在朝着正确的方向前进，我们相信宏观经济将越来越变得稳定和有效率。政府正在改善市场监管能力，坚持把越来越多的产业领域对内对外开放。尽管私有化的进程目前有所停滞，但我们有充分的理由相信这个趋势在未来几年将会加快。最重要的是，我们已经看到政府在银行体系形成了最终的退出战略，这将对未来的资源配置产生显著而积极的影响。

盈利能力

首先我们来看看国有企业的盈利能力（或者更准确地说是国有工业企业，这是唯一有连续时间序列统计数据的部分）。根据官方公布的对年收入500万元以上的企业的统计，在20世纪90年代中期的泡沫破灭后，国有企业的情况非常糟糕，1997年的总体利润率不足1%，许多部门出现全行业亏损（参见图16）。然而，在大规模的精简与合并之后，随着宏观经济的复苏，国有企业现在的盈利能力已经超过了同行的非国有企业与私人企业。

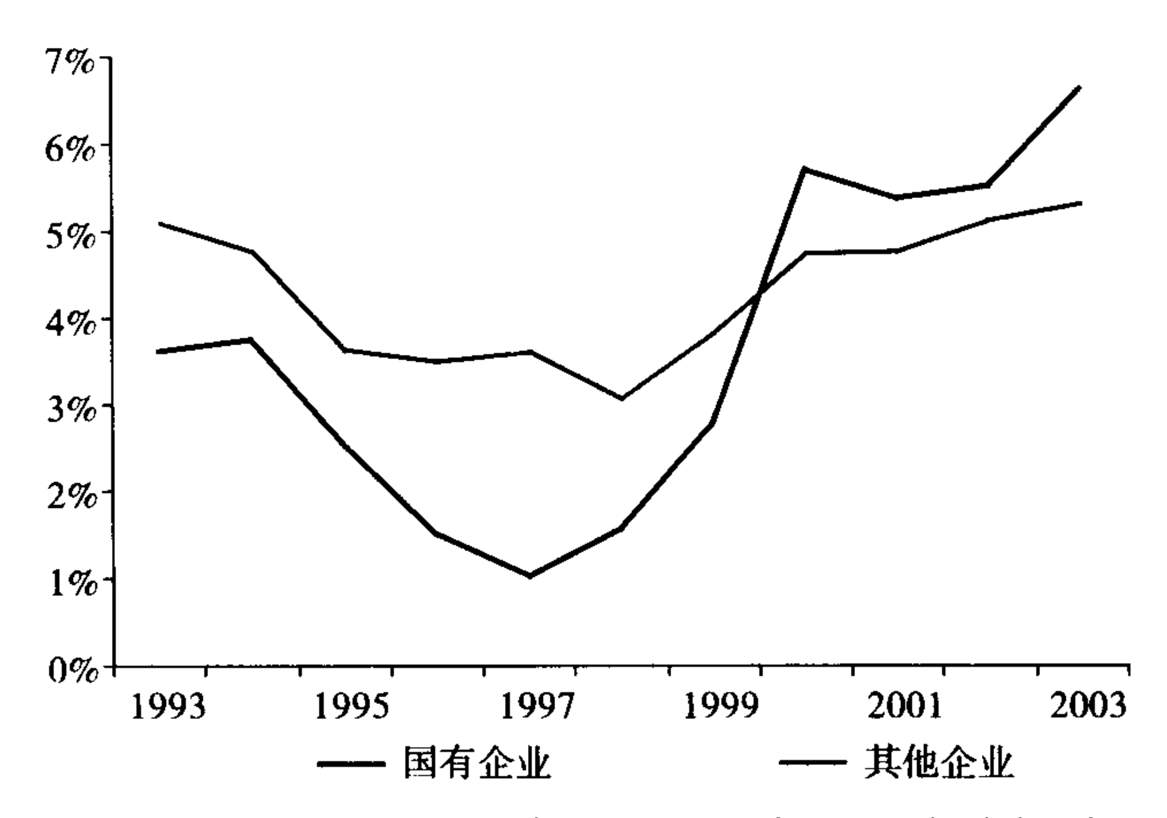


图16　中国工业企业的利润率变化——国有企业的复苏令人惊讶

注：企业样本仅包括年销售额在500万元以上的工业企业。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在服务行业方面，我们没有得到全面的数据，但从公开上市的服务业企业公布的数据来看，它们的利润率在过去几年也有显著回升。

还需要指出，国有企业状况的好转是在如下三个不利的形势下取得的：(1)尽管政府已在积极剥离企业的非生产性资产，但许多国有企业还承担着住房、医疗、养老与就业等社会服务——这是一般的私人企业所没有的负担；(2)我们下面还将讨论，国有企业整体的负债率要比非国有企业高得多，利息支出也高得多；(3)私人企业在避税方面更加灵活，国有企业的实际有效税赋占总销售收入的比例几乎是其他类型企业的两倍，这样的结果是，国有企业在中国成了当仁不让的最大纳税人。

国有企业的业绩表现如此优秀有个显而易见的解释，即，这些企业都集中在资本密集型的高附加价值产业部门，而且这些领域的高利润受到了政府更大的保护，主要是对国内外其他投资人的进入设置了壁垒限制。从图17中可以看出，在国有企业比重较大的产业部门，利润率明显比平均水平高很多。

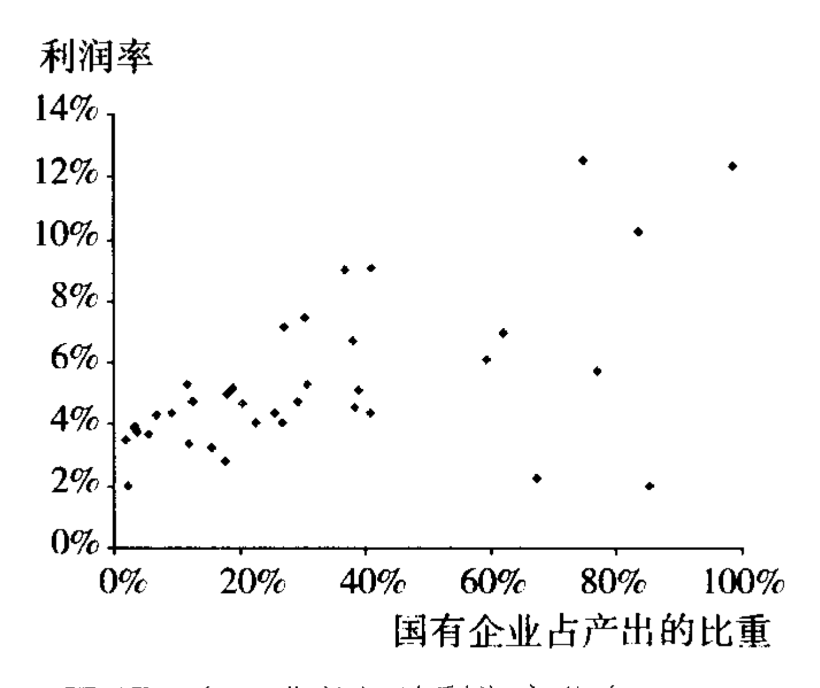


图 17　各工业部门的利润率分布——与国有企业的比重及资本密集程度有关

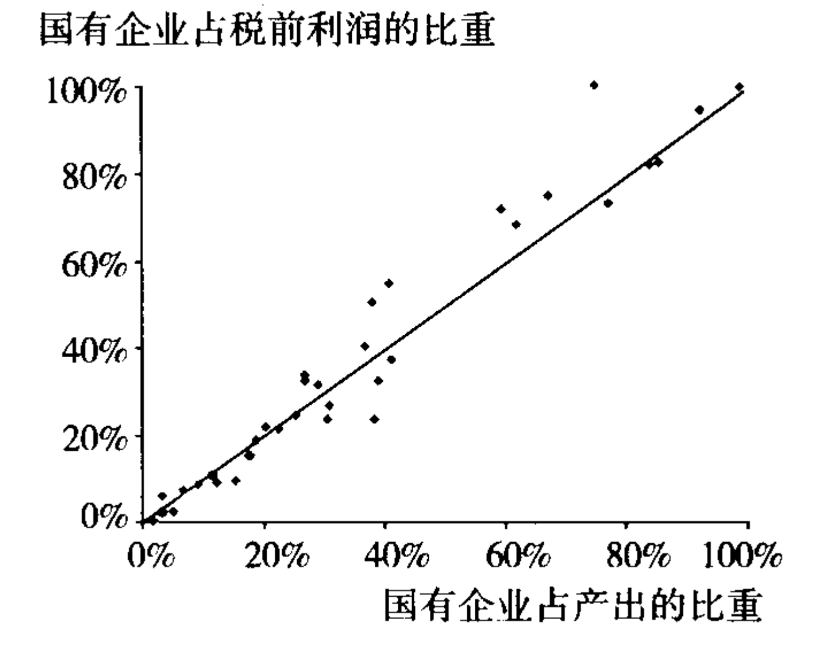


图 18　国有企业在各工业部门的产值与利润的比重——效益并不比其他类型的企业逊色

注：企业样本仅包括年销售额在 500 万元以上的工业企业。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

然而，即便是在国有企业与非国有企业迎头竞争的领域，国有企业的表现也毫不逊色。图 18 显示，在劳动力密集型产业，国有企业所占的利润份额与其所占的产值份额相比也基本正常。当然，考虑到过去 10 多年里有那么多表现不佳的企业被精简，余下的国有企业相对而言应该是比较有竞争实力的，这样的结果并不太出人意料。

还有，甚至与我们自己的预期相反，中国的国有企业与亚洲其他地区不同企业的表现比起来也没有太大差异。图 19 显示的是 1995 ~ 2005 年亚洲各经济体上市公司的股本回报率（ROE）和投资回报率（ROIC）（数据由瑞银证券公司的亚洲战略研究团队提供）。

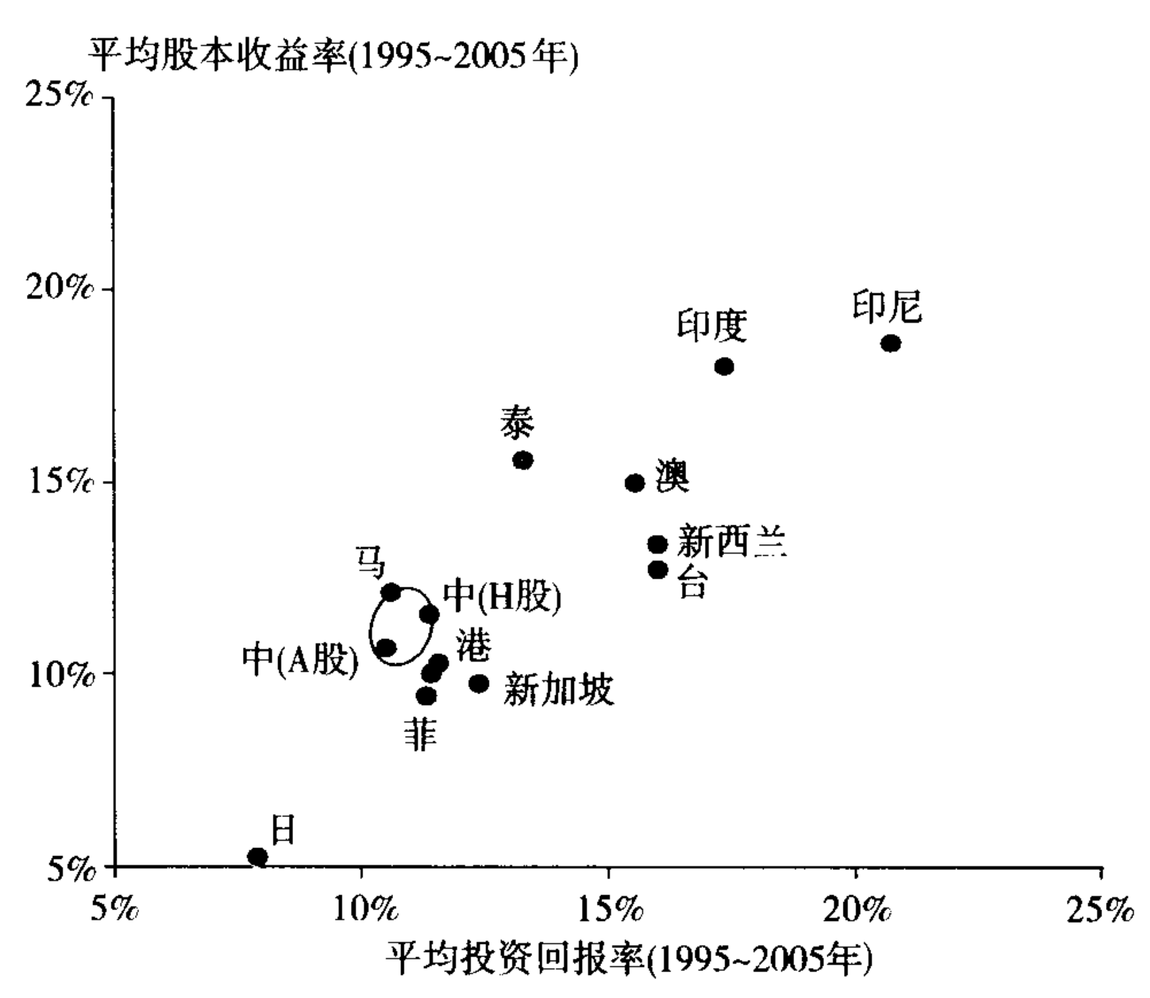


图 19　亚洲主要经济体上市公司的盈利指标——中国企业的表现接近平均水平

资料来源：瑞银证券研究部亚洲战略研究团队。

可以看到，与亚洲的整体水平相比，大陆公司的回报率并不特别高。但如果排除了印度和印度尼西亚等例外之后，中国企业的利润率与本地区平均水平还是相对接近的。当然，上市公司只是中国全部企业的一小部分，因此把以上的结论推广到整个经济并不完全准确，但即便如此，该图还是能说明一些问题。

同时，中国的国有企业的确也在制造亏损，根据 2003 年的统计，大约有 1/3 的国有工业企业在当年出现了亏损。但这个数字其实与国有制无关，因为亏损比例只比非国有企业和私人企业略高一点而已。而且总亏损额相对很小，不到 2003 年总工业产出的 1%，只有工业利润总量的 1/10（参见图 20）。

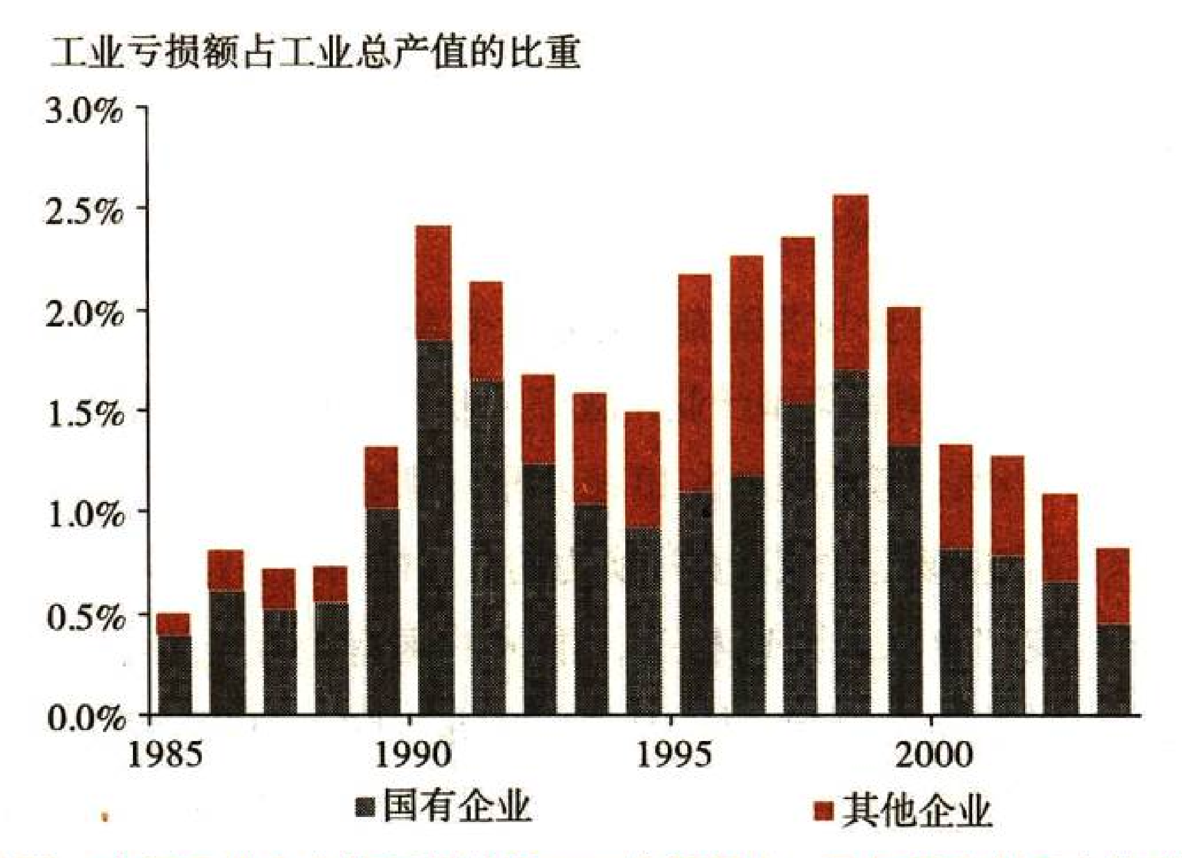


图 20　中国工业企业的亏损状况——总额很小，且与国有制无必然联系

资料来源：瑞银证券研究部亚洲战略研究团队。

在与其他新兴发展中国家进行比较时，也许大陆经济最令人吃惊的一个特征是它并不存在长期的国有部门的财务黑洞，不需要大规模的、持续的政府资金的注入。但银行体系也许是个例外①。

宏观经济的景气波动

如上所述，国有经济的表现似乎很不错：企业普遍盈利，没有近在眼前的危机。不过，我们需要回顾一下此前的历史，因为就在七、八年以前，许多观察家还认为中国正在驶向灾难，国有企业的亏损额在膨胀，宏观经济接近衰退，多数产业部门出现了大量产能过剩。

然而，企业利润率近年来出现了迅速反弹，原因何在？主要原因之一正是过

---

① 宏观统计数据表明，中国大陆的资本利用效率甚至有可能高于亚洲邻近地区。可以参见我们在 2003 年的研究报告：Fun With Icors，*Asian Weekly Focus*，4 August 2003。

去几年里大量的企业关闭和裁员，使得许多过剩的生产能力被淘汰。不过，虽然生存下来的企业有了更高的股本回报率和投资回报率，但对全社会的总投资而言，总的回报率却大大降低了。同时，这还意味着中国的宏观经济有很大的波动性，参见图21。

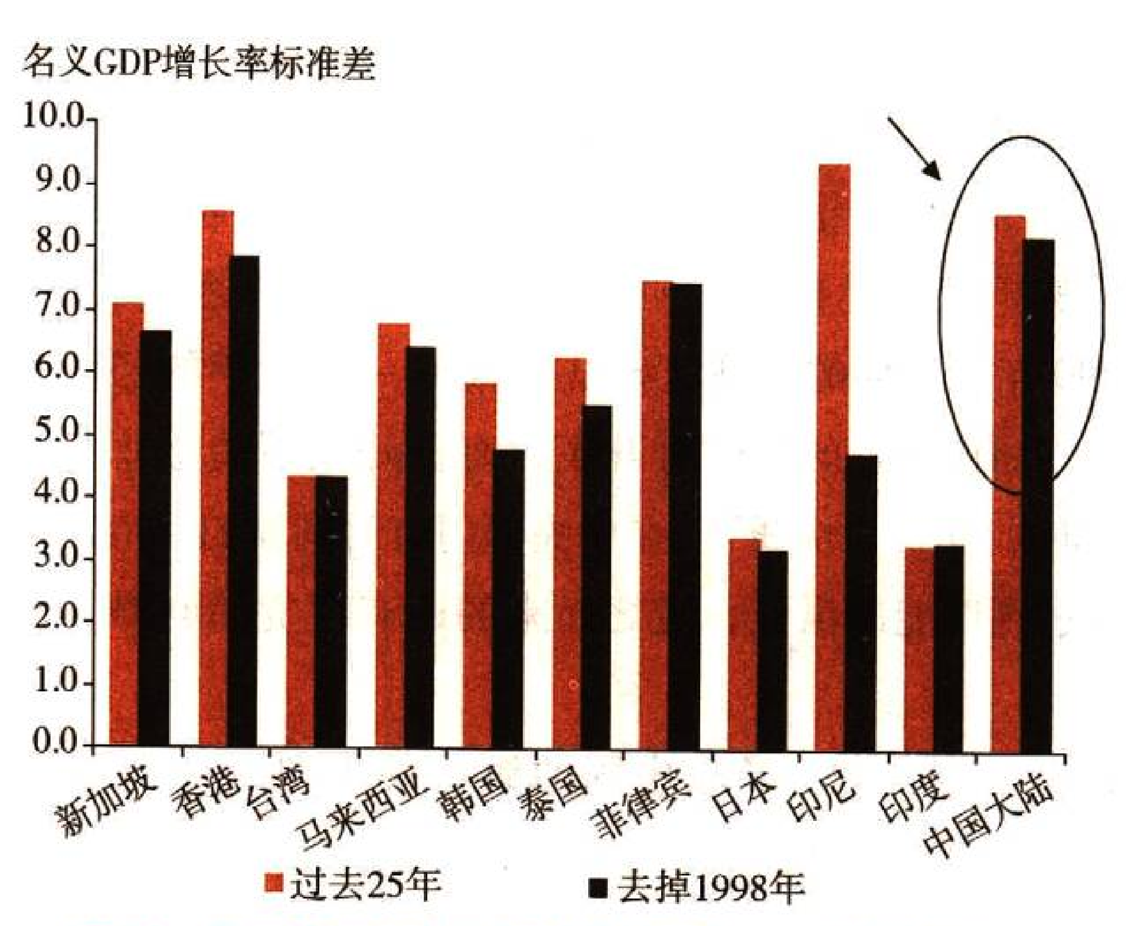


图21 亚洲各经济体的经济波动幅度——中国尤其剧烈

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

该图显示的是过去25年来亚洲各经济体的名义GDP增长率变化的标准差，由左至右按照人口规模排序。可以看到，中国属于波动幅度最大的经济体之一，如果排除掉1998年（即亚洲金融危机全面爆发的那一年），更是高居首位。它的波动性远高于印度或日本这类规模较大的国家，而接近于新加坡、香港这类规模很小而开放度极高的经济体。但与它们不同的一点是，中国的波动主要是源于国内的因素，而不是海外需求的变动。在过去二十多年里，中国大陆一再发生着内生的景气与萧条轮回的经济循环。

有人会认为，国有制的大量存在和国有企业在经济中所处的支配地位是波动幅度过大的主要原因，但这并不属实。1991～1994年的经济泡沫就是很好的证明，当时，大多数过度投资和过剩的生产能力都不是在原有的国有企业里发生的。相反，它们主要来自大量出现的新建项目，其中许多是新建的国有企业，但也有很多是来自非国有企业甚至纯粹的私人企业。

因此，这同样是涉及整体经济的问题，而与国有企业本身无关。或者再换个角度来考虑，尽管中国的国有经济比例偏高，但在正常年份里，宏观经济的表现还是良好的，问题主要发生在宏观调控放松、出现增长泡沫的时候。

所以在我们看来，问题的根源并不在国有企业，而主要是由于一个特殊的产

业部门（即银行体系）所造成的。我们上文已经介绍过，政府还直接控制着金融体系里最重要的机构，严格管制着资本价格（主要是通过人为降低真实利率水平），并为银行的坏账损失提供着没有明言的担保。在这样的情况下，银行的干部们便没有内在的动力去控制信贷增长，或保证贷款质量。借款人也会受到过分冒险的激励，因为资本比较便宜，而且政府还会为坏账买单。

这样，政府就需要承担直接监督和控制国有银行经营状况的责任。而且，当中央监管政策走强的时候，银行的行为的确会普遍好转。但是在比较疏忽的时刻，如果政府采取信贷扩张、支持增长的立场，经济又会快速出现过度投资的趋势。这就是20世纪90年代早期的经济泡沫以及2002～2004年的经济过热时所发生的现象：银行看到，加快放贷的绿灯打开了，有良好关系的企业、地方和省级政府都积极利用大好时机争取“快钱”。在中央部门有时间做出反应之前，宏观经济往往已卷入了创造过剩产能的洪流，随之而来的还有存货的剧增，以及企业利润率的下降。

这种格局还有一个含义，导致中国的银行对小型的私人企业的信贷业务不够热心。当资本价格被人为压低，出现过剩的信贷需求的时候，银行很自然地会把资金首先放给那些与政府关系最好、影响最大的企业，而小型的私人企业便没有这样的优势。从图22中可以看到，尽管国有企业只占全部经济活动的28%，却获得了银行贷款总额中几乎一半的份额，以及非农业的商业性贷款的整整2/3。

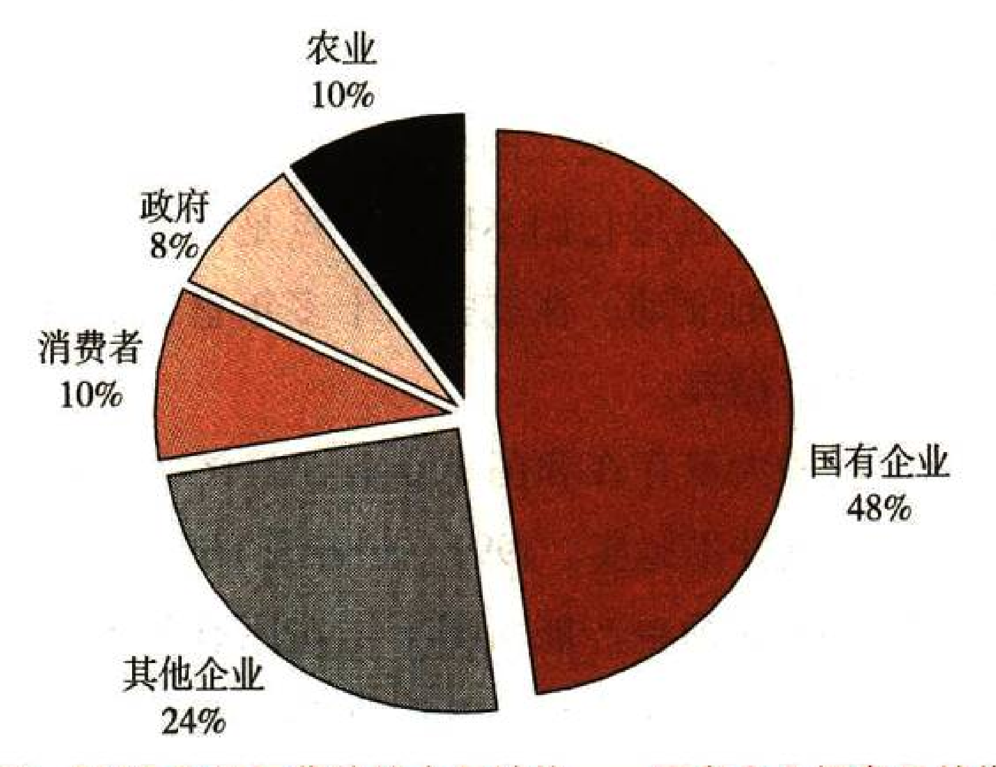


图22　2003年银行贷款的去向结构——国有企业拥有天然优势

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

但也有好的消息，中国政府对宏观经济的调控能力已有了显著改善。在20世纪90年代的泡沫时期，情况曾非常糟糕。中央政府当时已极大地放松了对国有企业和地方政府的控制，却还没有掌握有效的宏观政策工具，甚至没有运转

良好的中央银行。不过短短10年之后，中央政策部门已经拥有了越来越多精通技术操作的专家，月度统计数据的质量大有改善，再辅以各种市场化的政策工具组合，包括利率调节、公开市场操作、保证金要求、税收以及财政支出政策等。政府还学会了更积极地应用其他行政工具，例如对商业银行的“窗口指导”以及投资审批限制等。正是因为这些进步，我们才可以解释，为什么在最近的2002～2004年出现的经济过热之后，中国经济避免了再度滑入像1997～1999年那样的低谷。

企业改革的政策与战略回顾

要解答中国经济的谜团，另外一个侧面是跟踪官方对国有企业以及政府的作用的认识的变化。下面我们给大家提供了的简略的历史大事记，从中可以看出，尽管改革的战略框架在过去20多年有过不断的修改和演进，但政府朝着市场化的方向前进的决心是坚定的。而且每逢关键的时刻，当局总能够迅速地做出关键的决策，如迅速实现对外开放、关闭亏损的国有企业等。中国还成功地避免了某些有可能发生的严重错误，如建立过多跨行业的国有控股公司或者对国有企业的商业行为提供大规模补贴等。正是由于这些原因，我们今天所看到的国有经济才能重新成为一个盈利的部门。

20世纪80年代

中国的现代企业改革大约是从20年以前，随着文革的结束、国家政治秩序逐步恢复之后开始的。当时的主要思想并不是削弱国有企业自身的作用，而是改善整个国有经济的绩效水平。在一个完全的计划经济体系里，当局开始引进某些市场元素，特别是，把国有企业与政府财政分离，建立独立的损益账户，成立商业银行体系来满足企业的资金需求以及逐渐放松价格控制等。还有，允许乡镇企业和集体企业在小规模的劳动力密集型制造业和服务业开展竞争，但依旧把它们视为更主要的国有经济的补充。

20世纪80年代后期到90年代早期

20世纪80年代末标志着中国经济开始向国内外的竞争开放。在激烈的意识形态辩论之后，政府第一次明确放弃了完全实行国有经济的观念。尽管在国有企业的退出或私有化问题上并没有达成一致意见，但当局还是迅速向新兴的非国有企业以及外资企业开放了市场。在那之后，中国出现了第一次大规模的外国直接投资的高潮，以及新中国历史上前所未见的国内经济泡沫，这些都并非巧合。

20世纪90年代中期

在经济泡沫时代的成本逐渐显露出来后，政府开始着手关闭那些没有希望的

亏损企业，把资产从竞争过度、产能过剩的部门撤出来。同时，计划制定者们热心于把大型国有企业合并到少数类似于财阀的跨行业国有控股公司，追随日本、特别是韩国早年走过的道路。当时的主要口号是“抓大放小”。

20世纪90年代后期到2000年之后

过去几年里最重要的趋势是空前的企业关闭和裁员浪潮，对整个国有企业部门产生了深远的影响（由此也对整个非国有经济产生了深远的影响）。上文已经对此做了详细阐述。

对于剩下的国有企业而言，这段时间的改革却处于非常不稳定的状态。一方面，随着亚洲金融危机的爆发，人们发现建立跨行业的国有控股公司的美好愿望可能并不理想，当局放弃了对全行业实行重组与合并的宏大计划。相反，他们开始转向对企业进行个案处理的办法，最主要的创新便是“发现”了海外资本市场的作用。1999~2000年，中国石油天然气股份有限公司（China Petroleum）历史性地在香港上市，让政府认识到在海外上市是对大型国有企业进行重组的最理想的办法。它可以让企业得到彻底的审计，得到外来资本的充实，经历职业化的投资人的考验——而且所有这些居然都可以在不放弃政府控股权的前提下实现。

另一方面，政府原则上为企业私有化打开了绿灯，但还没有制定出清晰的法律和行政操作办法。其结果是，中国没有像东欧国家那样发生大规模的私有化浪潮，相反，成千上万的公司是悄悄地、逐渐地被内部经理人或外来投资人买走。同时，考虑到许多企业的国有股份的实际归属权并不确定，以及地方政府不见得拥有出售的权限，所以它们很多在名义上还留在国有企业的统计数据中。

未来之路

目前的情况就是这样。中国的国有经济经历了翻天覆地的变化，包括痛苦地裁员以及参与激烈的内外竞争，然而，政府还直接拥有相当比例的产业。普通的国有工商业企业的盈利能力已空前提高，但还受到历史包袱的拖累。尤其重要的是，政府对银行体系的影响产生了严重扭曲，并继续对宏观经济的稳定产生着负作用。

展望未来，我们有充足的理由相信中国可以在今后10年左右从根本上解决遗留问题。商业法律体系的改善，以及国有企业所有权管理体制的改革，都会给正式的私有化进程加入新的动力。出售国有股份、引入资本市场的监督，看来会是



改善大型企业经营管理的有效战略。而且，我们头一次看到政府有了退出银行体系的战略思考。

私有化

一方面，中国政府名义上还正式拥有着大约15万家国有企业。但另一方面，政府其实并没有愿望和兴趣把它们都管理起来。实际上，对于实施宏观经济和产业政策而言，绝大多数企业规模太小，微不足道。同时在理论上，私有化的大门已经打开好多年了。

但是在实际操作中，私有化进程却显得非常缓慢。如我们上面所述，许多国有企业已经被经理人接管了，经营效率也与私人企业并无二致，只是在涉及到所有权问题的时候才被划入国有经济的范畴。私有化的进程究竟遇到了什么样的阻碍？具体原因可能包括如下一些：

首先，国有企业的所有权在中国从来没有被很清楚地界定过。公司的确归“国家”所有……但谁有权决定出售？地方官员？产业部委？还是财政部？只要企业还没有被改组为合股公司，国有资产的实际所有权就总会显得模糊不清。

其次，谁来决定出售的价格？这个问题与上面所讨论的问题纠缠不清，还牵扯到其他某些技术细节。大多数国有企业有记录在案的账面价值，通常是固定资产的原始成本，但实际的价值评估结果可能相差悬殊。如果某家公司评估的结果只有账面价值的一小部分，那么政府将很难为出售行为进行合理解释；如果公司的评估结果远高于账面价值，那政府往往又不愿意放手。因此，国有企业迫切需要进行年度审计，以帮助确定公平的企业价值。

第三，许多国有企业都经历了20世纪90年代的泡沫经济时期，留下了非常高的负债率，虽然从现金流的角度来说它们可能是盈利的，但依然无法完全偿付自己的长期债务。所以只要这些债务还停留在国有银行的账面上，企业的净价值就可能为负。

但是请注意，幸运的是，以上问题均可望在未来得到较好的解决。主要的体制创新是在2003年建立了国资委，其作用是接管所有非金融类国有企业的所有权，并在理论上拥有了处置某个企业的资产的决策权（虽然在实际操作中还不可能这么清楚，但总之是朝正确的方向迈进了一大步）。国资委还被赋予了集中审计和进行企业重组的重任——这些也都有助于消除私有化的主要障碍。总的结果是，我们预期在未来几年，中国的小型国有企业将出现规模更大的私有化举措。

大企业的经营管理

然而，如果你以为国资委是个以私有化为本职的部门，那就错了。它的主要职

责之一其实是持有和管理最大型的国有企业。在该委员会组建之初，政府就正式确立了196家主要企业和集团，它们形成了最新的、精简后的国有经济部门的核心。

这196家企业（实际数目已经不到190家了）看上去很少，但请不要误会，它们大多数是掌握着中国最主要的企业的控制权的母公司，尤其是在资本密集型的工业和服务业领域里占有优势的市场地位。这其中包括中国石油、中国石化、中国移动、中国电信、中国铝业、宝山钢铁、远洋集团和中粮集团等，还有主要的汽车生产商、航空公司、能源、交通、运输、机械企业等。实际上，按照国资委自己的估计，这一小部分企业占了全部国有企业资产和利润的接近一半。

也就是说，政府并不打算迅速从商业活动中完全退出。即便如此，政府并不是在支持无效率的企业，并不是在给亏损企业提供大量补助。大多数被列入核心集团的企业目前在现金流上都有充足的利润，而且如前所述，大多数企业都处在竞争相对激烈的行业里（实际上，多数大型国有企业面临的竞争主要是发生在相互之间）。

最重要的变化是，尽管政府或许还想保留上市公司51%以上的股份——但他们已经没有兴趣控制100%的股权了。前面已经提到，企业上市、特别是在海外挂牌，已经成为大型国有企业进行重组的主要手段，我们预期这个过程还将加快。这产生了重要的现实意义，如果我们的目的是对国有企业进行审计、公司化和重组，引进市场监督，从而改进其经营水平，为什么非要把工作交给政府的公务员去完成呢？如果政府决定让企业上市，那么资本市场上的各种专家（会计师、律师、人力资源专家以及投资银行家们）将忙不迭地帮你把所有的事情办好。

这样的结果是，在改善公司治理方面，股票上市可以提供“一站式”的系列服务。虽然它并不是解决国有企业所有问题的万能药，但已经是一个巨大的进步。所以不奇怪的是，上面提到的所有大型国有控股公司都决定（或者应该说，都被积极鼓励）把自己的旗舰企业开往海外上市，其他企业也同样在准备未来几年的股票发行事宜。

事实上，这个过程可能面临的主要障碍并不是政府的立场，而是市场的态度。在本书后续的章节中读者们将会看到，政府将面临其他巨额债务负担，包括城镇国有单位的员工的养老金和其他社会福利等，而出售国有资产的收入便是可以预见的主要筹资手段之一。过去几年以来，政府有好多次希望加快国有企业股票上市的进程，并且通过二级市场上进一步减持国有股，但每次努力都被国内的A股和海外的H股的股价下跌所阻挡回来。随着资本市场的复苏和深化，我们可以预见，中央政府将进一步推动主要国有企业的股份出售。

银行体系

最后我们来关注中国银行体系的命运，本书第三章将对此进行详细分析，这

里先介绍一下核心观点。首先，我们需要了解，金融机构在社会主义经济体系里一直扮演着极其特殊的角色，列宁就曾说过，“建立单一的国家银行、最大的银行，把分支机构建立到每个农村、每个工厂……就控制了社会主义机器的十分之九。”因此，直到20世纪90年代，当国有企业私有化的问题、乃至最大型的国有企业未来的命运已开始讨论多年之后，银行体系的改革依然是禁区。

不过在2003年，当新一届政府接手以后，情况开始出现了变化——而且变化的幅度非常显著。突然之间，四大国有银行里已经有三家（中国银行、中国建设银行与中国工商银行）开始公开准备在国内外上市的计划了。中国建设银行已经在2005年公开发售了自己15%的股份。三家银行都找到了外国战略投资者，向对方另外出售5%~15%的股份。我们相信中国农业银行在这个改革中也不会落后得太远。

于是，在未来几年，我们将看到中国的主要金融机构将会有近1/3的股权落到私人手里。这不但意味着企业的公司化和建立新的管理结构，还表示银行将接受跨国企业、股东大会和职业投资人的监督和年审。尤其重要的是，银行在出售股票前需要清理完自己的账目，在5年的间隔之后，政府在过去两年为了核销现存的不良贷款再次向银行注入了大量资金，最新的数字超过1 000亿美元，未来两年还有可能再投入1 000亿~1 500亿美元。

另一方面，这些改革将打开通向利率自由化的道路。在过去，政府并没有解除利率管制的动力，因为国有银行受制于自己糟糕的负债状况，将无力同其他商业化金融机构开展竞争。如今，政府已经部分实行了利率自由化，随着国有银行财务状况的好转，将有进一步的行动。

最后，清理国有商业银行的不良资产也将意味着国有企业的债务问题得到最终解决——这将为国有企业进一步私有化创造条件。历史债务的冲销将使国有企业变得更有吸引力，而且在理论上，改善国有企业财务状况的最有希望的办法是实行“债转股”，其优点是在降低企业负债率的同时实现有效私有化。在实际操作中，政府曾尝试过这种方式，但不太成功，主要是因为股权还保留在政府控制的资产管理公司手里，不能随便卖给市场。但随着资产更多地分散到私人机构手里，直接和间接股权市场的发展，在未来10年，我们将看到企业的所有权结构和流动性发生巨大的变化。

简而言之，今天还困扰中国经济的一些主要问题，包括金融资源配置效率低、长期的过度投资倾向和正式的私有化进程的停滞等，随着银行体系的改革，最终的解决方案已经快要浮出水面了。变化当然不会在一夜间完成，但如果政府坚持现在的改革方向，我们坚信中国的市场经济将在未来几年翻越最后一道分水岭。

老龄化——前所未有的挑战

真正与众不同之处在于，在人均收入水平只有 1 000 多美元的发展阶段，中国的人口结构变化却与日本、韩国及欧洲的发达国家相似，同时还要背负发达国家级别的社会保障负担。

中国的养老金负债率在发展中国家里是最高的之一，但未必会压垮整个经济的发展……

由于人口的老龄化和劳动力成本的提高，经济增长率将在未来 20 年里下降 2 个百分点，并使中国加速丧失在低端的劳动密集型制造业的比较优势。但这是经济发展的自然过程，是发展成功而非失败的标志。

概论：五个主要发现

过去几年，中国人口结构即将出现的巨大变化让世界各地的观察家和投资者们产生了极其丰富的联想。从20世纪70年代开始，中国开始执行计划生育政策，这导致过去30年里人口增长率显著下降，“婴儿潮”时代出生的那一代人已经步入不惑之年，大陆正面临前所未有的老龄化挑战。

在未来20年内，中国的退休人口将达到3亿人，几乎是美国今天全国人口的总数。如今，每个中国退休人口所对应的处在工作年龄段的人数为6人，而到2040年，这个数字将降到2人。谁来为老年人提供生活费用？沉重的负担是否会压垮中国经济？人口结构的变化对中国经济未来的增长前景又意味着什么？

带着这样的疑问，我们进入了本书的第二章。笔者所在的瑞银证券公司的研究员彼得·吉尔奇克（Peter Ghilchik）对中国的人口变化趋势和养老金体制进行了详细分析，并得出了如下一些主要发现：

首先，中国的老龄化进程的确非常迅速。30年前开始的“只生一个孩子”的政策，意味着中国的人口总数将从目前的大约13亿持续增长到2030年左右，达到14.5亿的顶峰，随即进入下降的轨道。中国人的平均年龄今天约为30岁，到本世纪中叶将达到约50岁。同时，这意味着劳动力数量将出现下降——加上退休人员的增加，抚养率将急剧上升。

其次，除了东欧国家以外，中国的情况在新兴市场经济体中是独一无二的，其老龄化进程与日本、韩国或欧洲这样的发达国家非常相似——但人均的收入水平却差了很多。相反，与中国发展阶段类似的亚洲、非洲和拉丁美洲国家的人口还都处在快速增长之中。

第三，用发展中国家的标准来看，中国的城镇社会保障体系相对来说还算发达。因此不奇怪的是，大陆的隐含养老金负债率在发展中国家里是最高的之一。中国养老金系统的资金缺口的净值可能高达年GDP的80%～100%。

第四，这样的负担固然非常高——但不见得会压垮整个经济的发展。首先，养老金负债的高峰期还要大约20年左右的时间才会到来，也就是说，并不是迫在眼前的危机。更令人惊讶的事情是，政府手里掌握着一系列可行的财务手段，如果妥善结合起来，居然可以比较轻松地应付养老金负债的压力，这些手段包括对养老金体系本身进行调整，从其他税收里转移收入，发行新的债务，以及出售现有的国有资产等。

最后，人口的老龄化几乎可以肯定将导致经济增长率的下降——但这会是个平缓的过程。中国大陆的人口结构已经显现出一个不同以往的特点，即年轻的农村转移劳动力开始出现短缺，而他们是过去10多年来城市制造业和服务业增长中投入的主要资源。尽管从理论上说，在广大农村地区还有大批年龄更大的“富余”劳动力，但随着年轻农民工队伍的萎缩（同时全国的劳动力总量也即将到达顶峰），工资成本已开始上升。在未来20年里，这可能导致中国的经济增长率下降2个百分点，并使中国加速丧失在低端的劳动力密集型制造业的比较优势。

突如其来的老龄化

中国的人口政策（1949～1975年）：快速增长的年代

出生率提高

中华人民共和国于1949年成立之后，经济建设便成了新政府面临的主要任务，这一方面意味着要通过大量投资来扩大资本基数，另一方面也需要把占人口绝大多数的农村人口变成更有生产力的劳动大军。毛泽东个人也认为，保持快速的人口增长率等同于国家的强大，在他的支持下，政府采取了鼓励大家庭、不倡导避孕的政策。生育了多个子女的母亲甚至会得到精神上的表扬和特殊的津贴。

早期的人口政策的结果可以从出生率的变化上反映出来，在1949～1957年间，中国的生育率以发展中国家的标准来看也达到了相当高的水平，约为33‰（参见图23）。由于大跃进的干扰，这个数字在1958～1961年出现了暂时性的下降，然而1963年的出生率又反弹到了43‰，而且直到20世纪70年代早期一直维持在30‰以上。

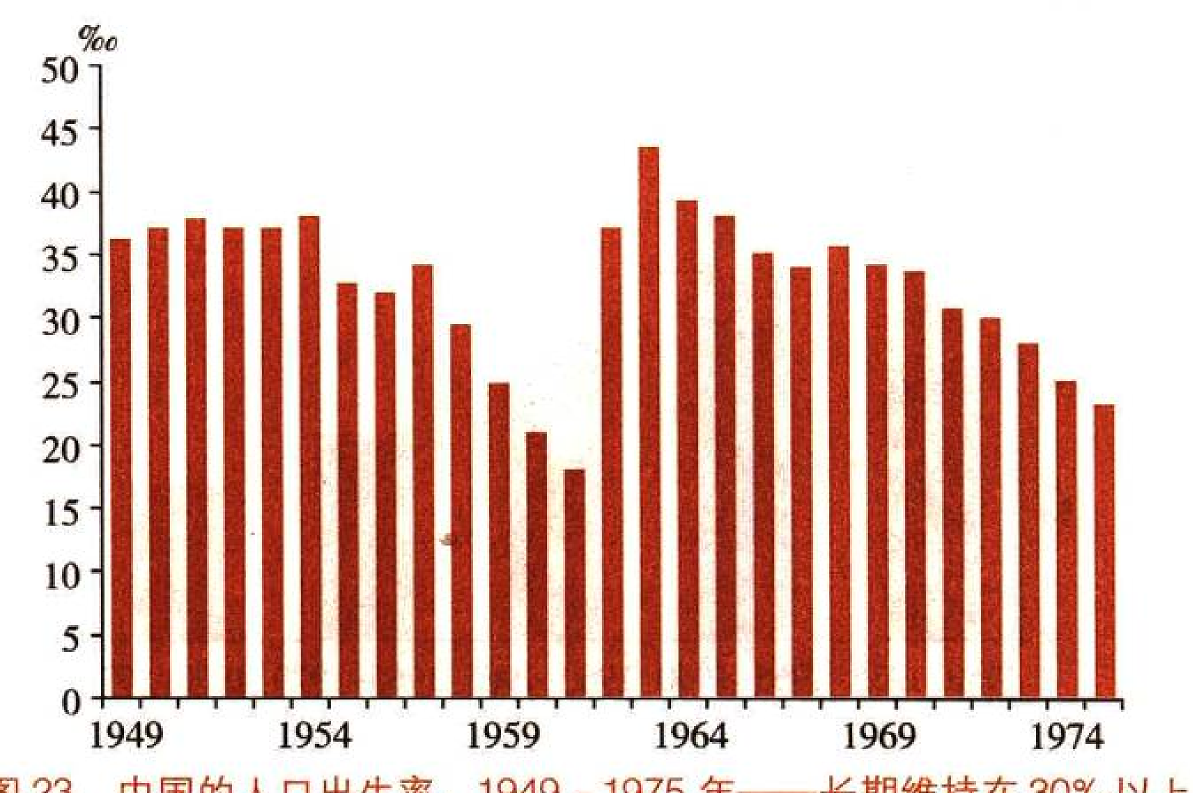


图23　中国的人口出生率，1949－1975年——长期维持在30‰以上

资料来源：中国国家统计局。

死亡率下降

这样高的出生率已经足以导致人口的高速增长了——但还只是故事的一个方面。尽管20世纪50年代后期出现了经济波动，但新中国的建立还是确立了国家政局的稳定，结束了此前延续数十年之久的动乱、内战和外国入侵。新政府推行的社会政策以及医疗条件的改善，使婴儿死亡率和总人口死亡率都迅速降低。

请看图24和图25。在1959年前，人口死亡率迅速下降。在历时4年的大跃进带来的紊乱过去后，死亡率继续降低，并持续到20世纪70年代中期。总死亡率水平从1949年的20‰下降到了1975年的7‰。婴儿死亡率也显示出类似的轨迹，在1949年时，有1/5的婴儿在1周岁之前死亡，而到了1975年这个比例已降到1/20。

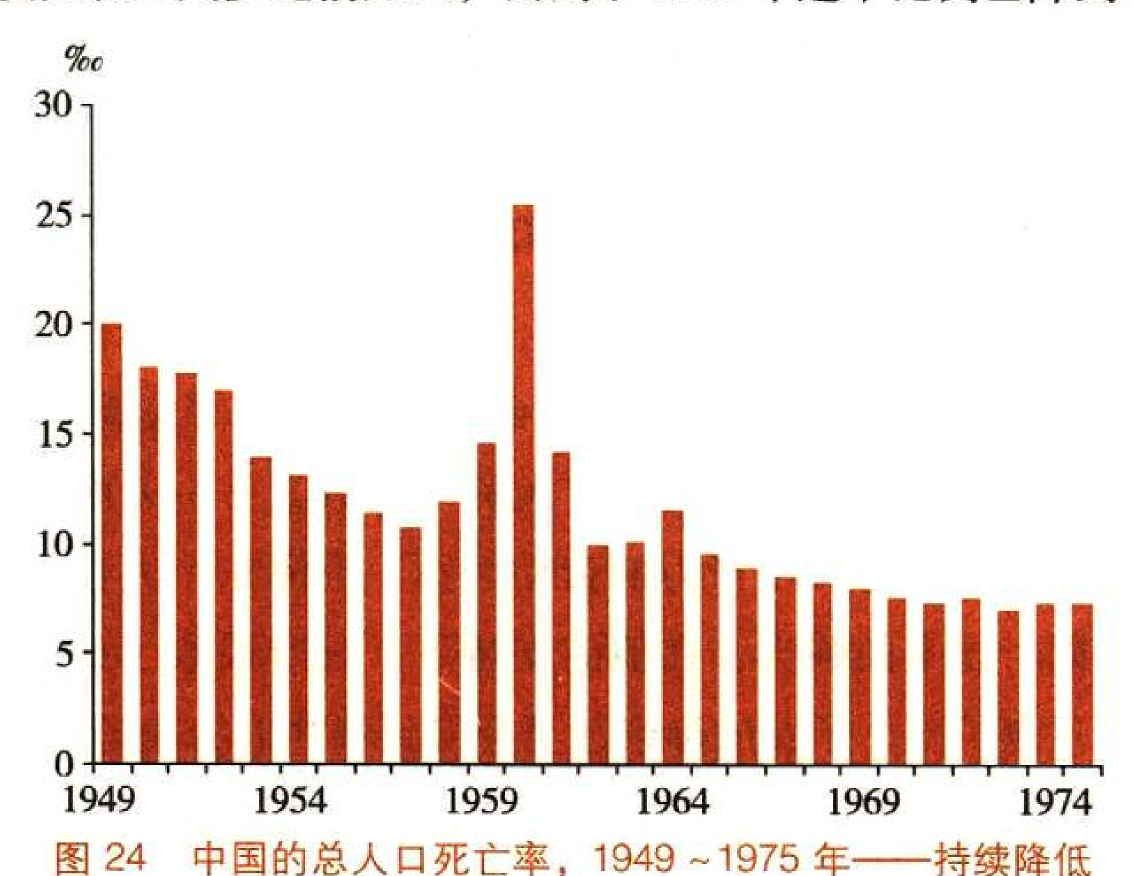


图24　中国的总人口死亡率，1949～1975年——持续降低

资料来源：国家统计局。

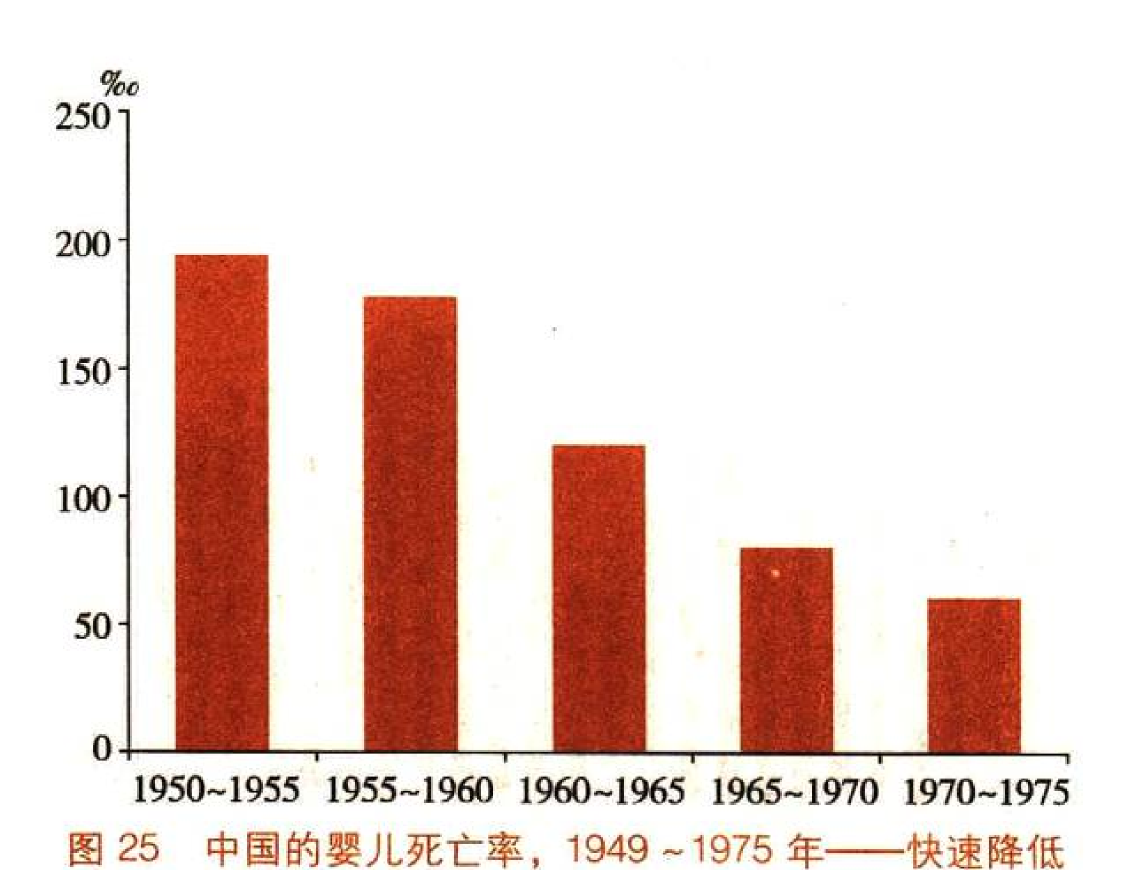


图25　中国的婴儿死亡率，1949～1975年——快速降低

资料来源：联合国人口署。

人口膨胀

生育率的提高和死亡率的下降结合起来，产生了必然的结果：中国出现了人口爆炸。大陆的总人口从1950年的5.52亿急剧增加到1975年的9.09亿，几乎增长了2/3（参见图26），平均年增长率达到了2.8%（参见图27）。



图26 中国的总人口，1949～1975年

资料来源：国家统计局。

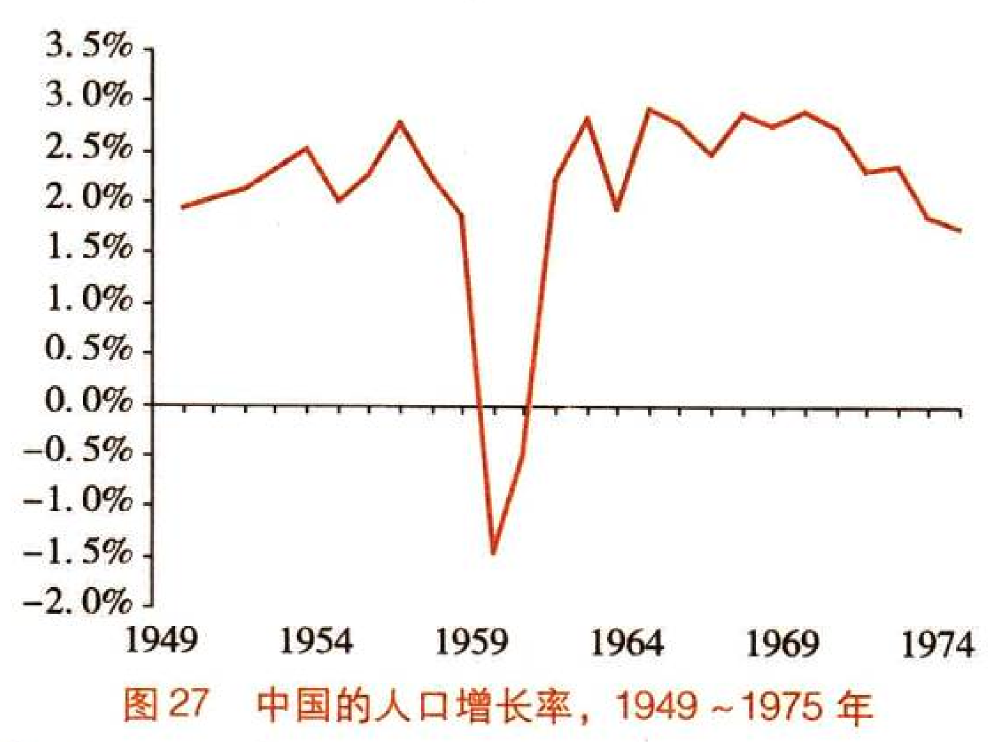


图27 中国的人口增长率，1949～1975年

资料来源：国家统计局。

中国的人口政策（1975～2005年）："一个家庭只生一个孩子"

20世纪70年代，全世界都在担心食品和能源价格的飞涨，以及日益严峻的人口急剧增加带来的压力。无独有偶，中国政府此时也开始调整社会政策，以缓和人口增长的趋势。1973年，计划生育政策正式开始实施。1979年，城镇地区开始推行著名的"独生子女"政策。

计划生育政策的执行机制

中国的计划生育政策有两个中心原则：（1）晚婚晚育；（2）减少生育。其宣

传口号是"一个家庭只生一个孩子"。计划生育主要通过卫生系统来开展，也引进了经济上的激励措施。

正式的政策渠道包括：政府向民众宣传节育的手段，通过卫生系统提供廉价的避孕药具和节育手术，并把人工流产作为最后的控制手段①。另外，政府还用经济手段来鼓励缩小家庭规模：对超过一个孩子的家庭征收"社会抚养费"，超过两个孩子的家庭则不能得到产妇应有的某些福利，作为惩罚，多生的子女还可能被剥夺免费接受教育和社会保障的权利。

自20世纪80年代中期以后，计划生育政策开始有所放松。首先，农村的家庭如果第一胎是女儿，则可以再生第二个孩子，这是为了减轻农村地区出现的严重的性别选择倾向所采取的必要措施（下面还有详细阐述）。少数民族的成员则得到了生两个孩子（后来是三个）的权利。还有，城市居民如果本人是独生子女，并且生育间隔4年以上，也可以生第二胎。在某些经济发达的城市，目前已经出现了人口的负增长，政府也在考虑进一步放宽管制的尺度。

出生率退潮

让我们来看一些数字。中国的计划生育政策非常有效，人口出生率从1970年的超过30‰下降到2000年的9‰（参见图28），同期的妇女生育率从6.06下降到1.85②。

自1975年以来，死亡率基本上没有变化，因此人口增长率显著降低，从1970年的2.6%降到了本世纪初的0.7%（参见图29）。1950～1975年的25年间，中国大陆的总人口增长了67%，而在1975～2000年的25年间，只增长了41%。

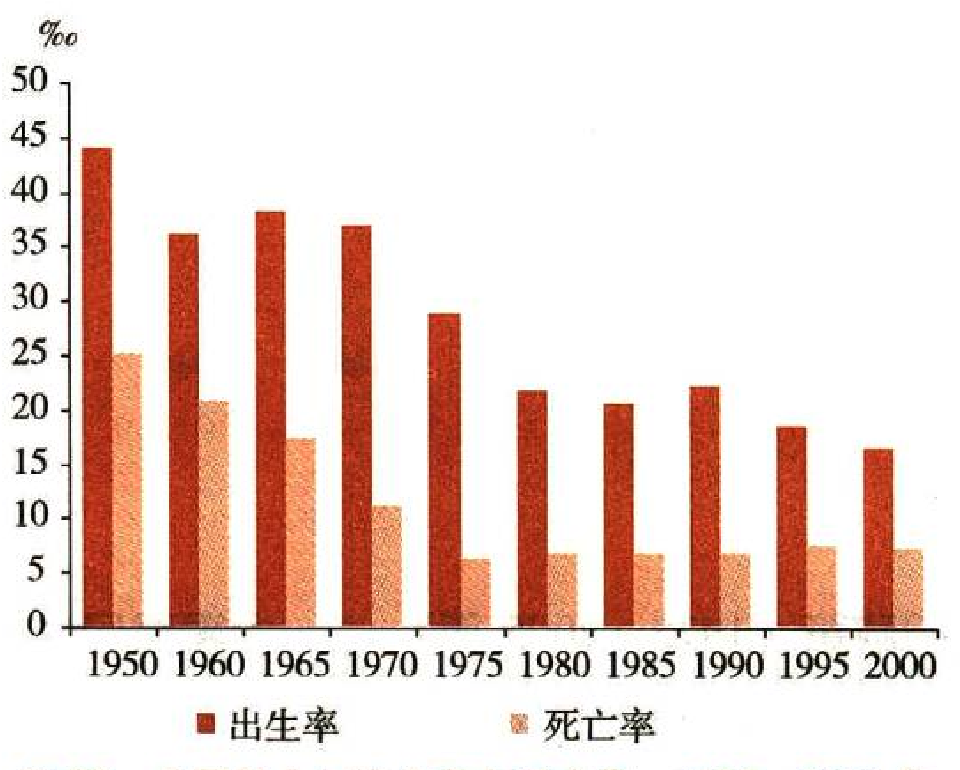


图28　中国的人口出生率与死亡率，1950～2000年

资料来源：国家统计局。

---

① 中国的堕胎率约为28%，与美国（25%）大体相当。

② 妇女生育率的概念是指平均每个妇女在其整个生育年龄段所生育的子女数量。

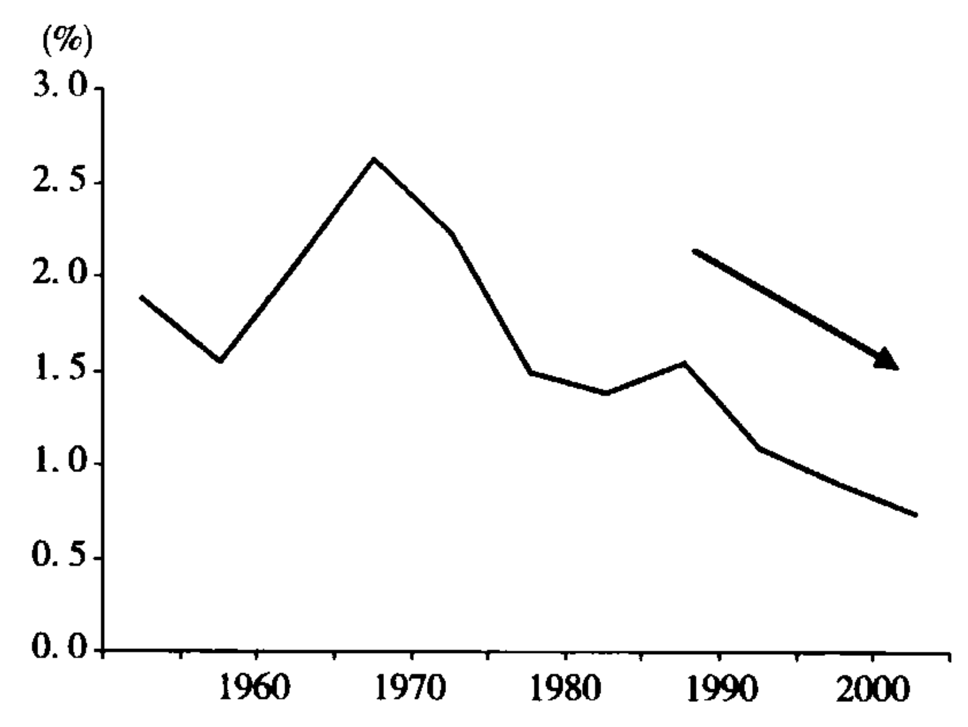


图 29　中国的人口增长率，1950 ~ 2000 年——显著降低

资料来源：国家统计局。

当然，地区间的不平衡现象严重。城镇的出生率明显小于农村地区，经济发达的东部地区与欠发达的内陆也有很大区别。实际上，在北京和上海这样的大都市，人口增长率最近已经跌落到负值了。这不但是官方政策的结果，也是任何发展中国家都有的城市生活的文化与经济压力自然导致的影响。在更加富裕的地方，平均的结婚和生育年龄大大提高，许多夫妇甚至决定不要孩子。

男孩和女孩

B 超和其他性别检测手段正在迅速普及，这使中国的人口结构越来越向男性倾斜。根据最新的统计调查，新出生的女孩和男孩的性别比例达到了 1: 1.17，9 岁以下的男孩要比女孩多出 1 270 万。而全世界平均的新出生的女孩和男孩的性别比则为 1: 1.04。如果这样的失调趋势继续维持下去，那么到 2020 年将有 3 000 万 ~ 4 000万婚姻年龄段的男性难以找到配偶，会给未来的社会和人口带来巨大压力。

未来——人口趋势预测

目前最普遍采用的预测数据来自联合国人口署（UNPD），他们采用的模型主要是根据目前的发展趋势以及 1950 年以来许多国家生育率减少的经验数据，为中国未来的人口变化趋势提供了几种可能的结果。

联合国人口署提供的几种预测

联合国的“中等生育率”预测假设，全社会的生育率将保持在每个妇女大约生育 1.85 个孩子的水平（实际上，最近有关中国整体生育率的估计只有 1.8，已经低于中等水平假设了），那么，中国的总人口将在 2032 年达到顶峰，为 14.5 亿，此后开始下降（参见图 30 和图 31）。

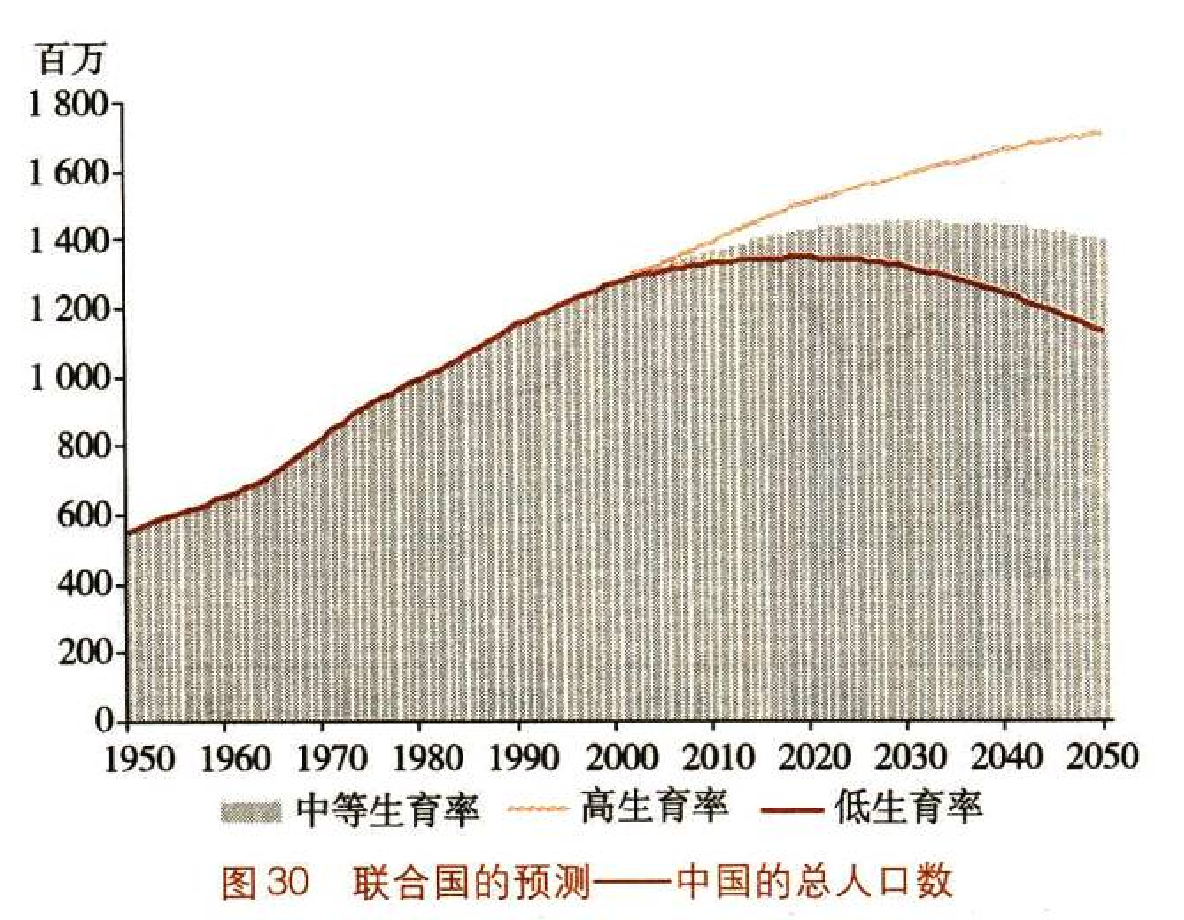


图 30　联合国的预测——中国的总人口数

资料来源：联合国人口署。

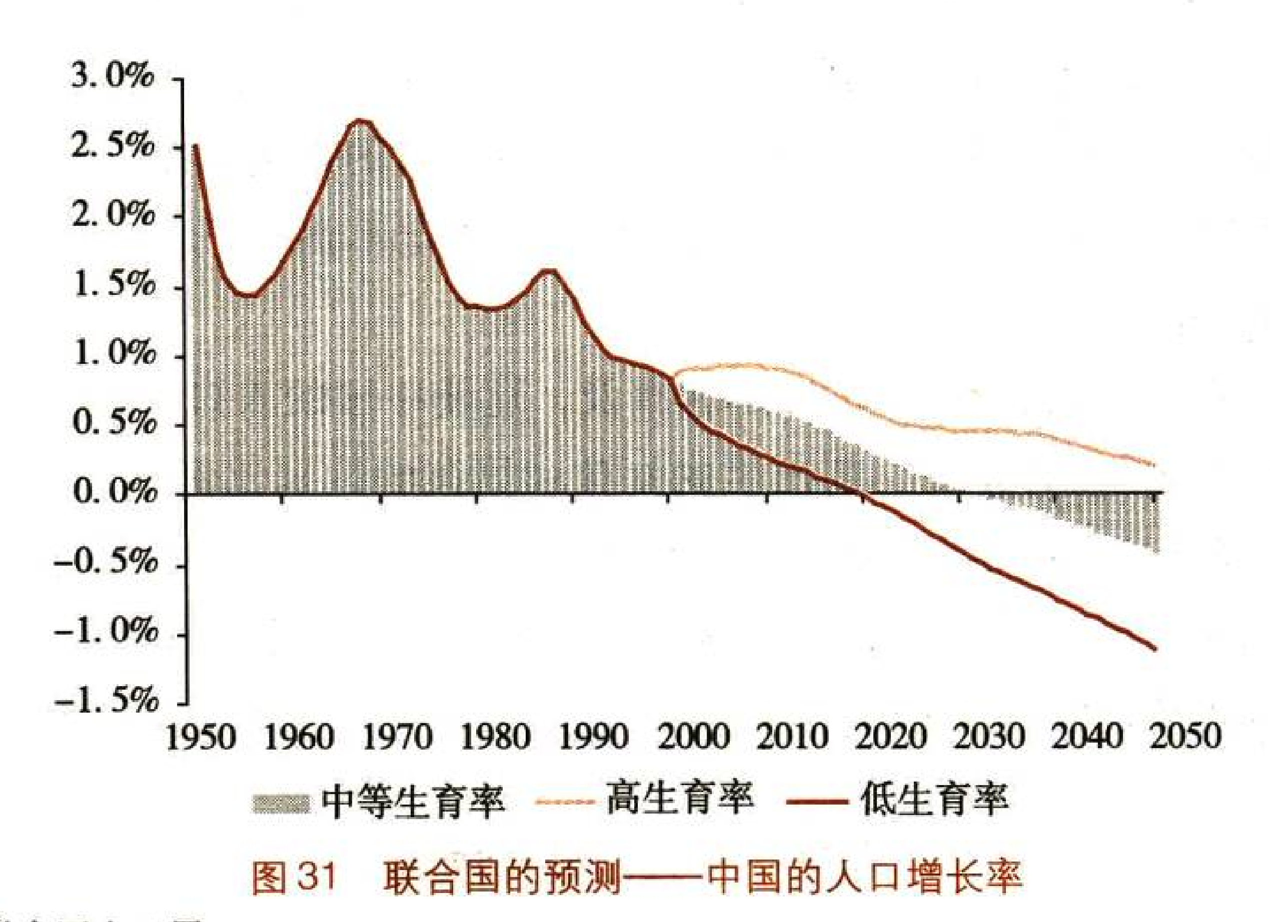


图 31　联合国的预测——中国的人口增长率

资料来源：联合国人口署。

联合国还发布了另外两种可能的预测："高生育率"和"低生育率"两种情况，高生育率假定中国的生育率将逐渐从 1.85 提高到 2.35，这样总人口将在未来几十年里持续增长，到 2050 年达到 17.1 亿左右，而增长率会逐渐下降。

而在低生育率的假设下，生育率还将继续下降到 1.35 左右（比中间预测值还低 0.50），这样总人口到 2019 年就会到达顶峰，为 13.5 亿，随后下降。

中国政府自己的预测

中国并没有权威的有关人口增长前景的预测。仅从国家统计局发布的未来 50 年的预测来看，基本上与联合国的中间估计值相符，它预计的人口增长速度比联

合国的中间预测值略微偏高，总人口将在2040～2045年间到达顶峰，为15.4亿人。

人口结构的急剧变化预示着什么？

以上预测的结论是显而易见的，最有可能出现的结果是：中国的人口增长将继续减缓，总人口会在未来25年以内到达峰值。

然而，如果只是人口增长速度的减慢，事情就不那么有趣了，我们也没有必要对此开展专题研究。问题的实质在于，计划生育政策已对中国社会目前的人口结构产生了巨大影响，最主要的趋势就是人口结构正在急速走向老龄化——而且至少会在半个世纪之内继续保持这种趋势。

中国的老龄化

请看图32～34，它显示了中国在不同时代的人口年龄结构。在1950年时，中国的人口结构接近于狭窄的金字塔形，人口正在增加，年轻人的数量大大超过年长的人（图32）。

到1970年，共和国成立之初推行的鼓励生育政策的效果已经非常显著。20岁以下的人的比例大大增加，特别是在0～4岁和5～9岁的部分（图33），这可以说是中国的“婴儿潮”时代。

再看2000年的情况，在20年的计划生育政策之后，原来的金字塔已经更接近于柱状，而且基座在缩小（图34）。中间凸出的部分就是那些在婴儿潮时代出生、正处在而立之年的人。

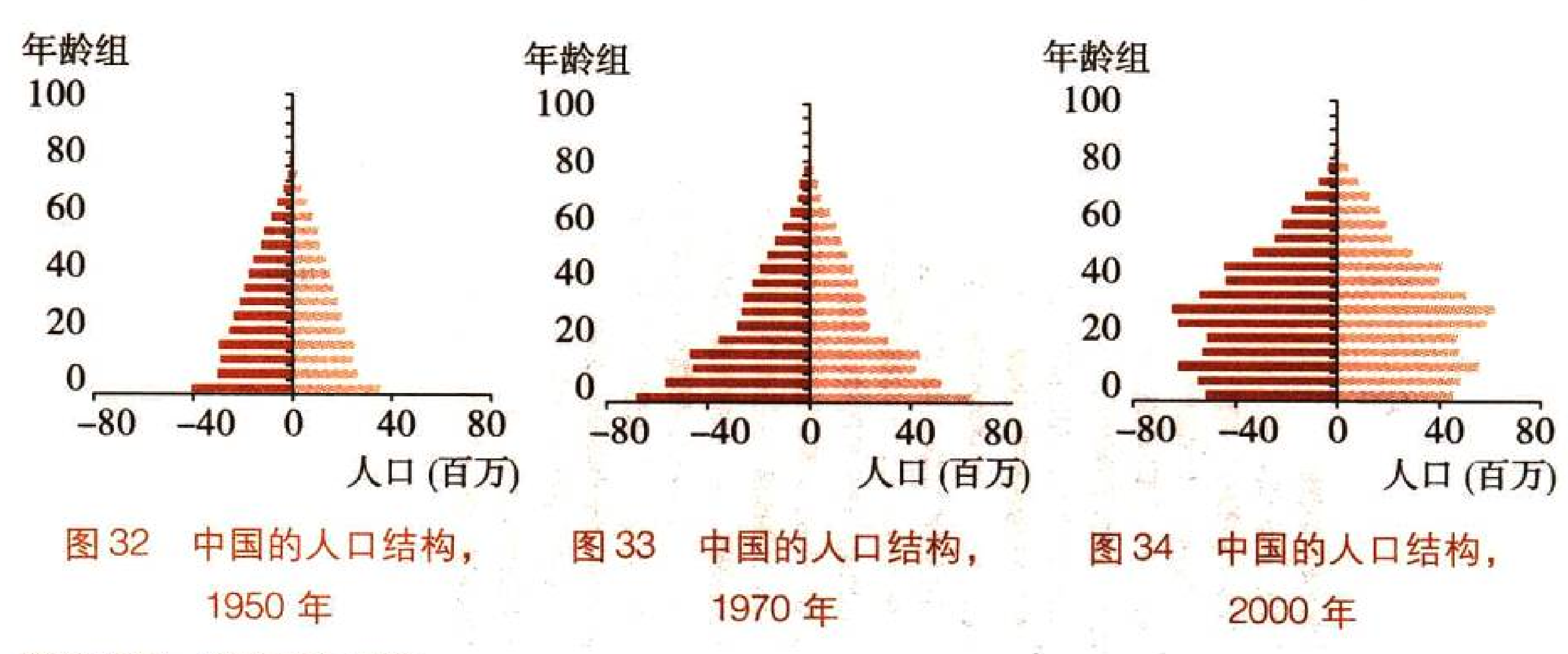


图32　中国的人口结构，1950年

图33　中国的人口结构，1970年

图34　中国的人口结构，2000年

资料来源：联合国人口署。

从宏观经济研究的目的出发，这些趋势所蕴藏的最重要的含义是，中国大陆的劳动力总量已经到达顶峰了，不管是从绝对数量还是就其在总人口中的比例而言都是如此。换句话说，现在正好是中国人口结构的“黄金时代”，有大量处于经济活跃年龄段的人口，支持着人数比较少的老年人和数量正在减少的

儿童。

到2020年以后，情况将有所不同。婴儿潮时代的人将开始进入退休年龄，而加入劳动力年龄段的人将会减少（参见图35）。根据联合国的预测，这个趋势到2050年还会加剧，在中国历史上，退休年龄段的人将第一次成为比例最大的部分（参见图36和图37）。

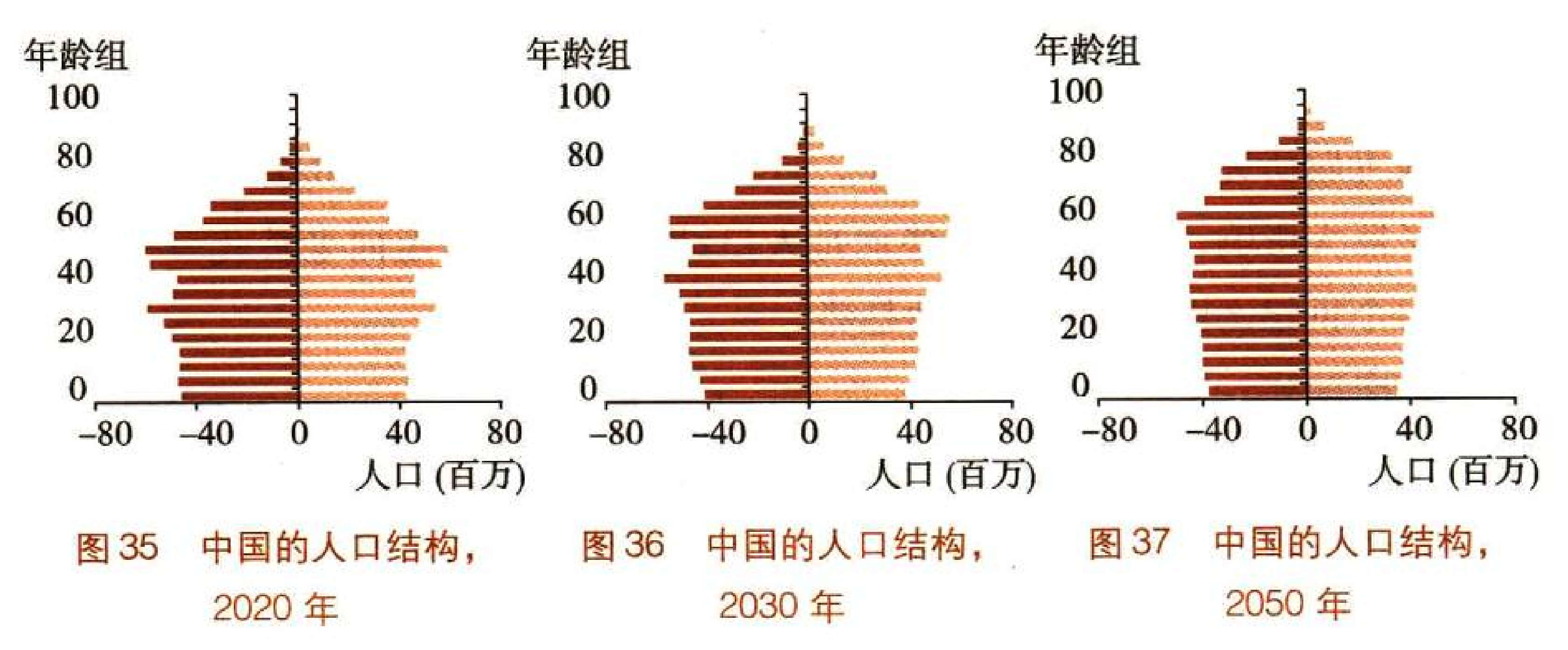


图35　中国的人口结构，2020年

图36　中国的人口结构，2030年

图37　中国的人口结构，2050年

资料来源：联合国人口署。

人口构成的变化

另一个更简单的分析办法是研究人口结构随时间的变迁。图38和图39显示了中国的人口年龄结构的绝对数与相对比例的变迁，根据是联合国的中等水平预测。从图中我们可以发现如下三个趋势：

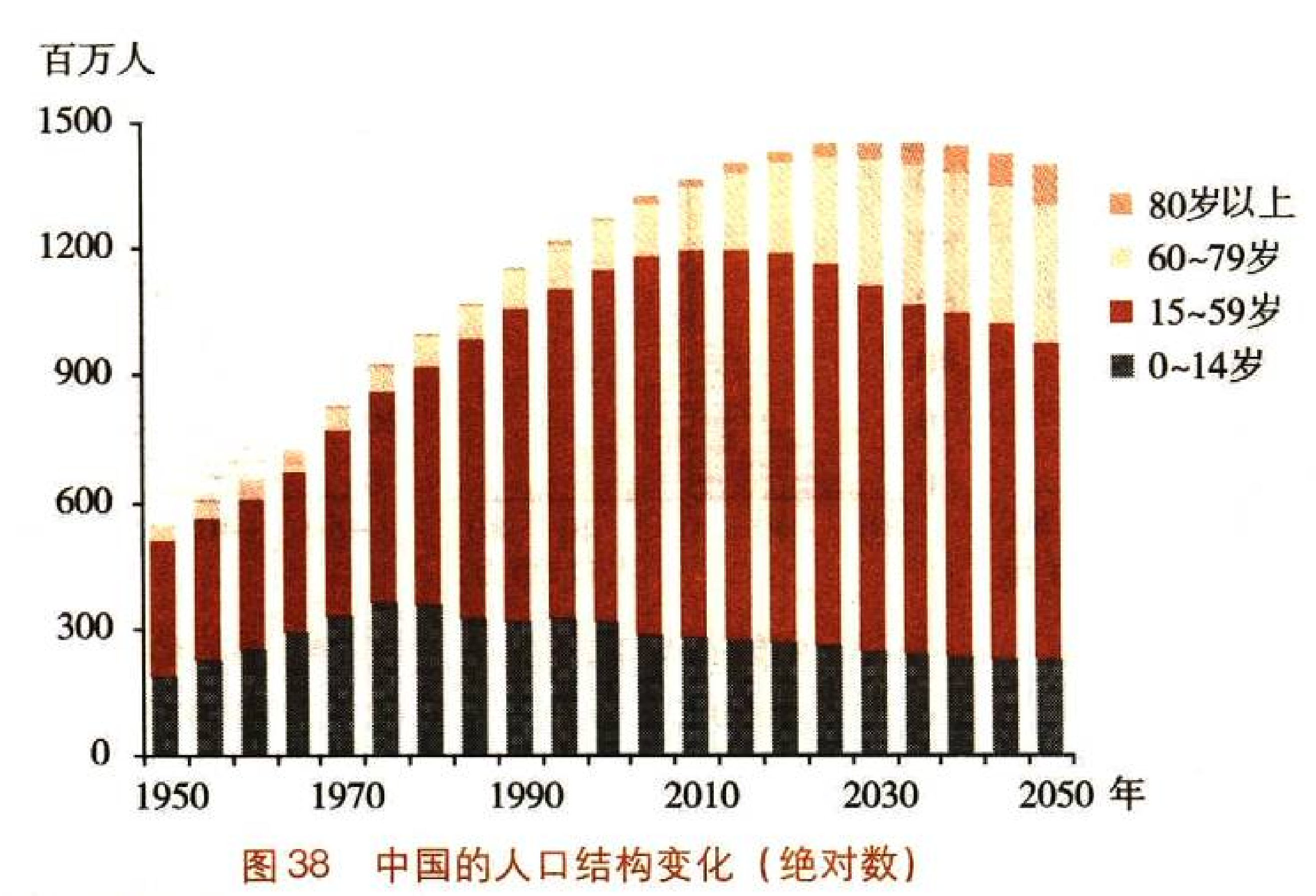


图38　中国的人口结构变化（绝对数）

资料来源：联合国人口署。

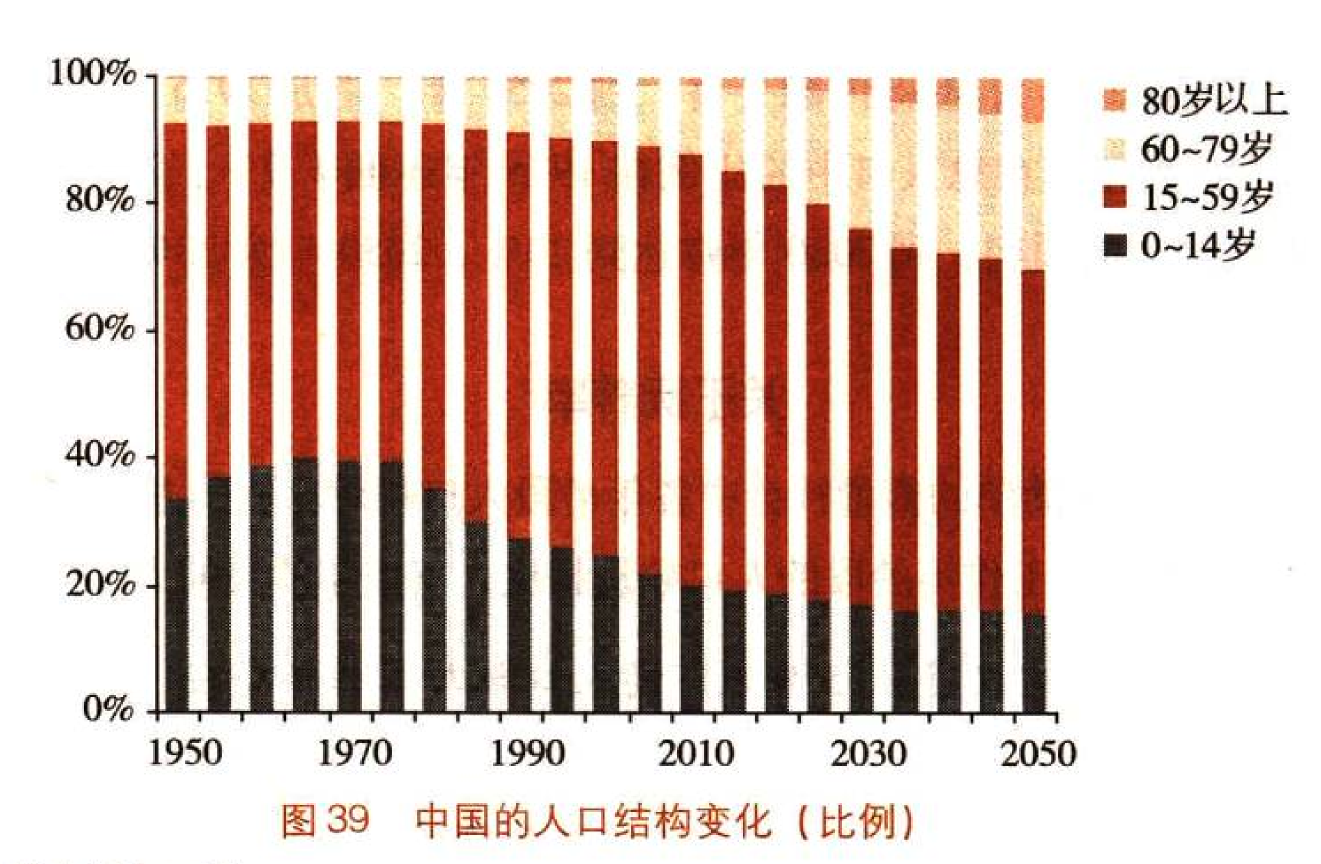


图39 中国的人口结构变化（比例）

资料来源：联合国人口署。

1. 儿童数量减少。

在新中国成立后的前几十年，0～14岁的儿童的数量增长非常快，到20世纪60年代后期居然达到了总人口的40%，这非常令人震惊。到1975年，他们的总人数达到了顶峰，为3.66亿，然后开始下降。到2003年，这个年龄段的人口只有3亿左右了。而到2050年将进一步下降到2.2亿。

2. 劳动力减少。

劳动年龄段的人口，即15～59岁的部分，也呈现出类似的格局。目前，劳动力总数仍然在增长，并且还会持续10多年。但根据联合国的中等水平预测，到2015年将达到顶峰，为9.23亿，到2025年之后就会急速减少。到2050年，中国的劳动力的总数将剩下7.5亿左右——与20世纪90年代后期的水平相当。

还有，劳动年龄段的人口在总人口中的比例目前已经达到顶峰了，大约是67%。今后，这个数字的下降速度将比绝对数快得多，到2030年，将下降到60%以下，到2050年，大约只占总人口的52%。

3. 老年人增加。

随着工作年龄段的人口减少，另一方面则是老年人数量的急剧增加（指60岁以上的人），无论绝对数或相对数均是如此。但老龄化的趋势要比前两个趋势更加复杂，因为这里有两个因素同时在起作用：（1）上面讨论过的出生率的减少；（2）预期寿命的延长。

1950年出生的中国人的平均预期寿命只有42岁，而到1970年已经超过了60岁，目前是71岁，而且还在继续增加。其结果是，在婴儿潮时期出生的中国人要比他们的祖辈们多活大约50%的时光。

1975年，中国大陆的老年人的总数还不到6 000万，而到2003年已经翻了一

番，为1.2亿，到2025年还将再翻一番，到2050年，将是1975年时的5倍。在相对比重方面，老年人在总人口中的比例在1975年还低于7%，2000年已经提高到10%，根据目前的预期，到2030年将达到20%，2050年为33%。

关于抚养率

“抚养率”是一个简单的衡量社会中各年龄段人口相对比例的办法，它包含多个指标，主要计算的是与工作年龄段的人口数量相比，其他年龄段的人口的相对比例。

“儿童抚养率”的定义是：15岁以下的人口数与工作年龄段（15～60岁）的人口数的比例。

儿童抚养率=15岁以下的人口数/工作年龄段的人口数

“老人抚养率”的定义是：退休人口的总数与工作年龄段的人口数的比例。

老人抚养率=退休人口的总数/工作年龄段的人口数

“总抚养率”的定义是：以上两个抚养率之和，即全部被抚养人的总数与工作年龄段的人口总数的比例。

总抚养率=全部非工作年龄段的人口数/工作年龄段的人口数

中国社会的抚养率水平如何？其历史数据和未来趋势的预测参见图40。过去40多年以来，儿童抚养率在逐渐降低，原因是出生率的下降，由于老人抚养率并没有相应提高，这导致总抚养率也保持下降趋势。

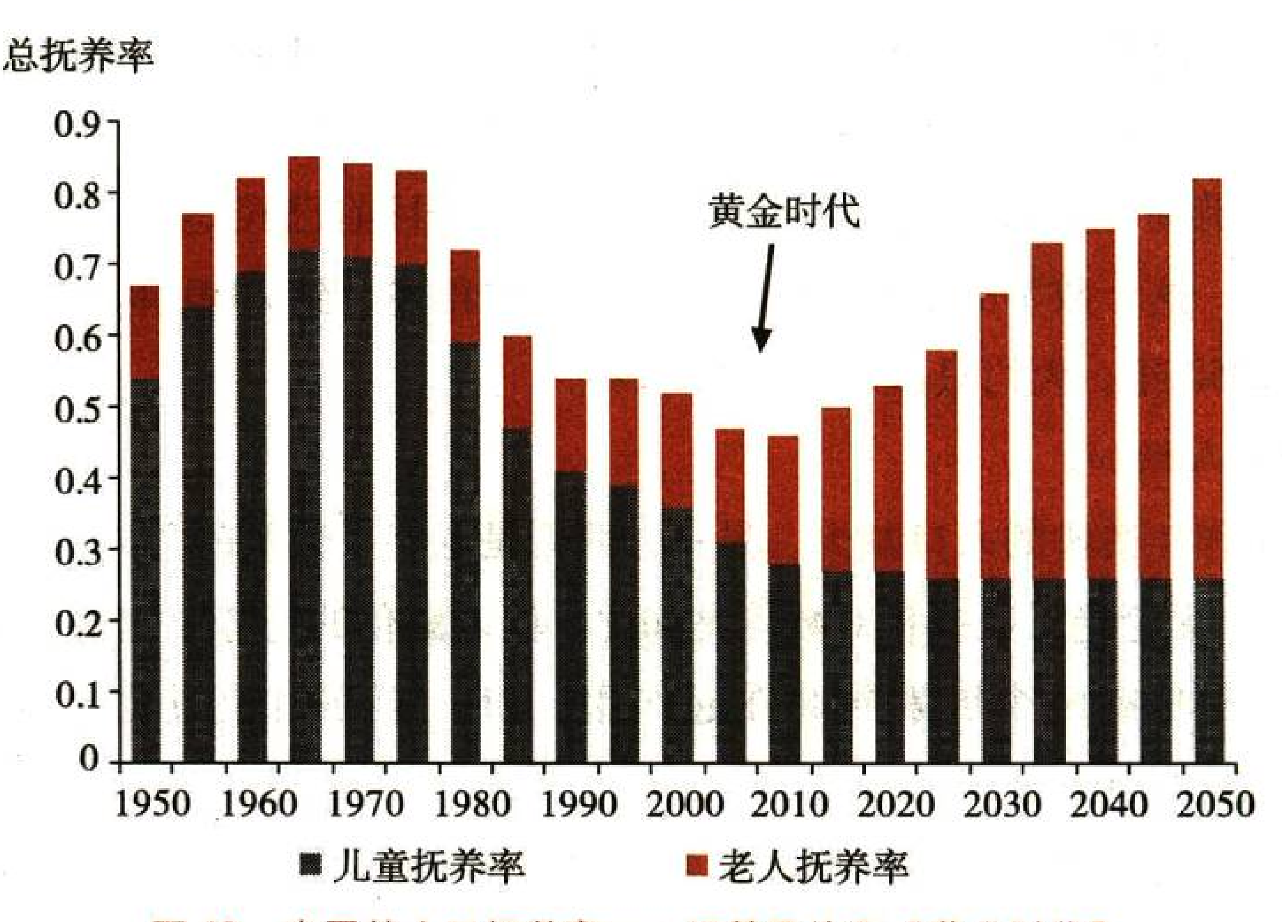


图40　中国的人口抚养率——目前正处于“黄金时代”

资料来源：联合国人口署。

在20世纪70年代后期至80年代，婴儿潮时期出生的那一代人正进入工作年龄段，导致总抚养率从1975年的0.83下降到1990年的0.54，今天则进一步降低到0.47。

专家们把抚养率降低带来的影响称为“人口红利”，抚养率低意味着社会中有更多的人正处在经济上富有生产力的年龄段。中国的人口结构正在接近鞍点，或者说总抚养率的最低点，目前可以说是中国人口结构的“黄金时代”。

但从2010年开始，抚养率将重新开始上升——不是因为儿童抚养率的变化，而是由于以上讨论过的老龄化加速的过程。总抚养率将从目前的0.47提高到2050年的0.80左右。

很重要的是，我们要注意到即使在40年之后，依然不会出现近来很多财经报刊所渲染的极度悲观的“1-2-4”式的人口结构。它的意思是每2个工作人口将负担4个退休的老人，加上1个小孩，那将意味着总抚养率达到2.5，或者说，每个被抚养对象（包括老人和儿童）对应0.4个劳动人口。实际上，图40的预测所隐含的计算结果是，每个被抚养对象所对应的劳动人口数将从目前的2.3下降到2050年的1.2。

然而，在下一节中我们将会看到，人口结构的这一变化趋势是非常重要的，它会对中国未来的财政状况和经济增长带来重要影响。

中国有哪些与众不同?

不过，在进入后面的讨论之前，我们有必要先回答这样一个问题：与其他国家相比，中国的人口结构和变化趋势究竟有哪些与众不同？人们也许会认为，中国的人口结构变化恐怕是世界上独一无二的，毕竟很少有国家经历过如此天翻地覆的政策调整，从积极鼓励人口增长一下子跳跃到严格的独生子女政策。事实上，的确也很少有国家像中国那样，有着计划经济、中央集权和战后重建的特殊历史背景组合，能够有效推行这样巨大的政策变化。

东亚的近邻

但是，如果要找人口结构变化相似的其他国家，倒也不难。只需要看看中国的东亚近邻——日本和韩国——就可以了①。请把如下的图41、图42和以上的图38进行一下比较，我们会发现这三个国家之间的差距其实不大：儿童的人数保持稳定或逐渐减少，老年人口不断增加，工作年龄段的人口已经到达或接近顶峰——根据联合国的预测，日韩两国的总人口都将在未来10~20年之内开始下

① 联合国的数据库没有包括台湾，但从有关的统计资料来看，台湾的人口结构变化与日本和韩国也很相似。

降。日本的总人口将在2010年达到顶峰，约为1.28亿，到2050年会回落到1.1亿的水平，而韩国的人口将在2020年达到5 000万的顶峰，到2050年回落到约4 600万。

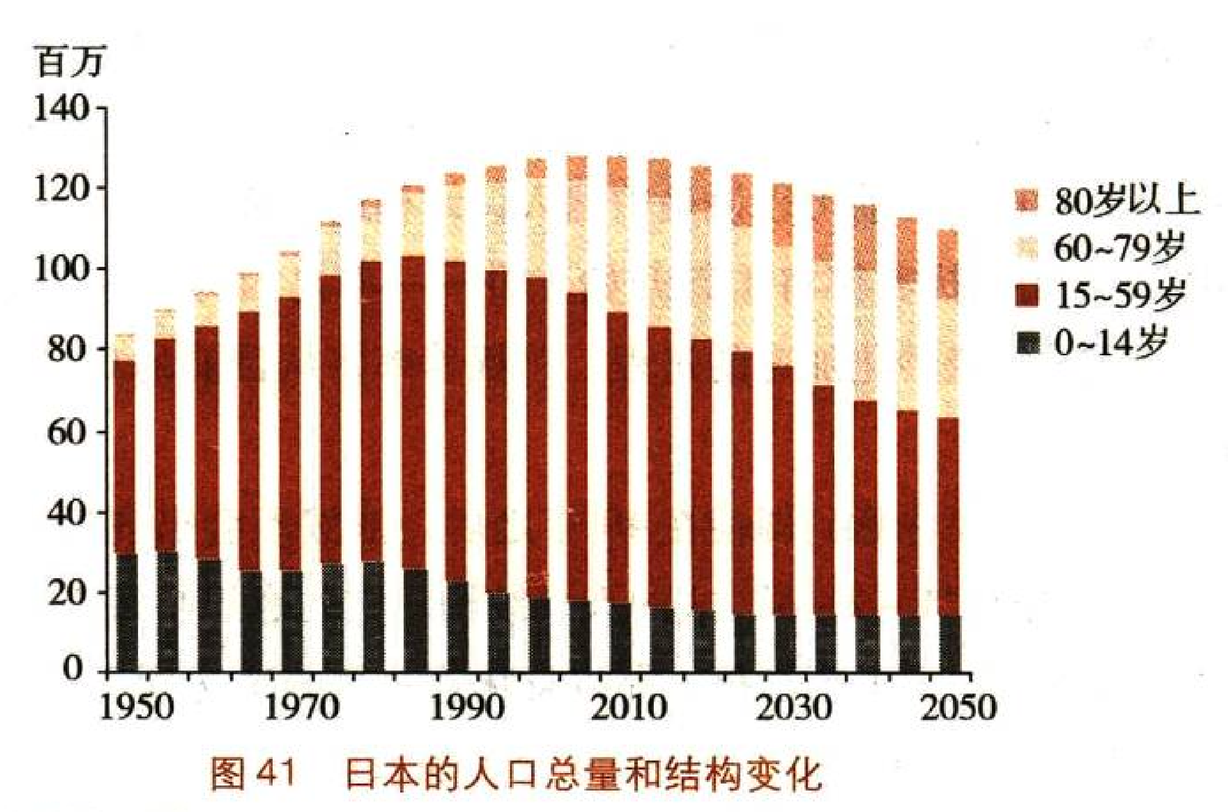


图41　日本的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

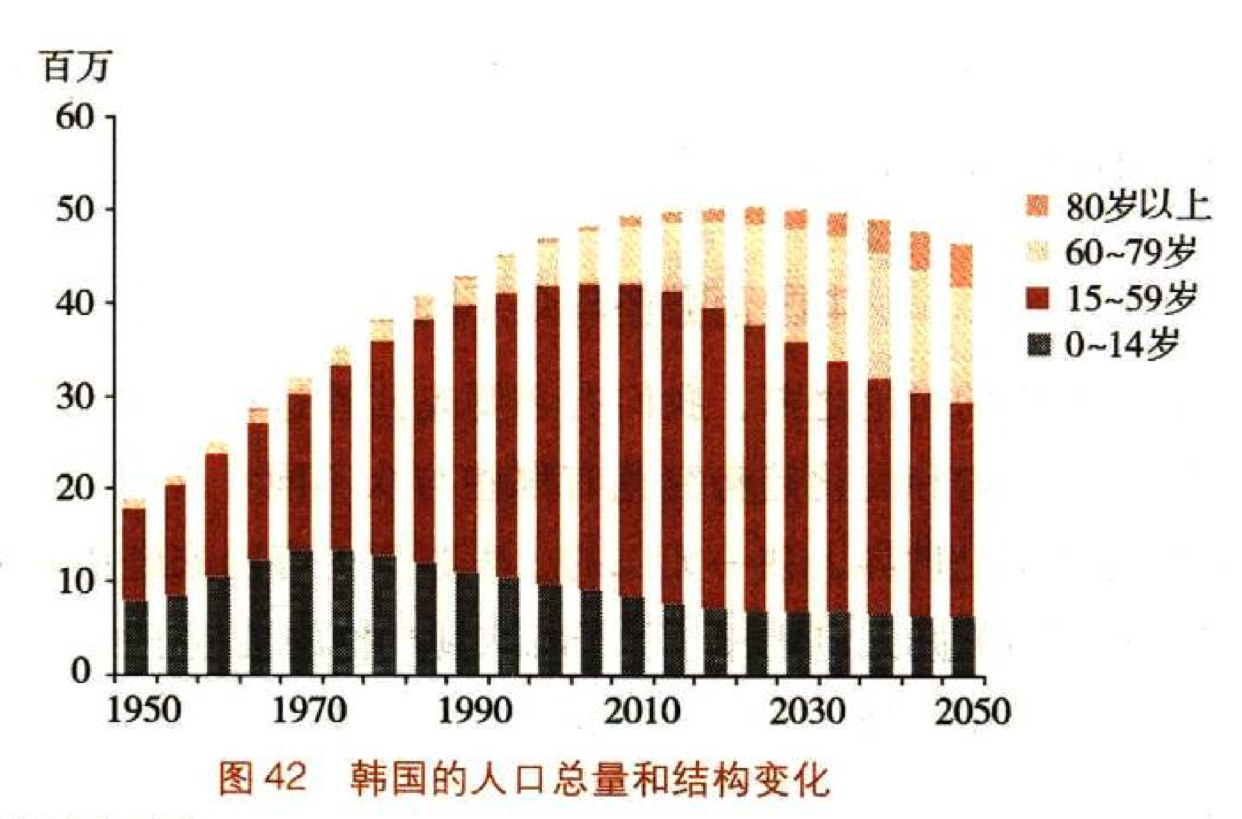


图42　韩国的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

中国的人口变迁进程是否比它们更快？其实未必。人口学家们通常采用如下一些衡量标准：当一个国家65岁以上的人口的比重达到7%以上时，就被称为“老龄化社会”（aging society），如果该比重达到14%以上，就被认为是“老年社会”（aged society）；如果达到20%以上，则被认为是“严重老年社会”（super aged society）。

2002年，中国已经步入“老龄化社会”的行列，预计它会在2025年成为“老年社会”，到2035年成为“严重老年社会”。或者说，从老龄化社会到老年社会需要25年左右的时间，另外还需要10年才会成为严重老年社会。这看上去已经很快了——

但是，日本也只花了25年就完成了第一阶段的变迁，而且从目前的趋势来看，完成第二阶段的变迁也已经迫在眉睫。还有，世界上老龄化最快的国家是哪一个？并非中国，而是韩国，它已经在2000年成为老龄化社会，根据目前的预测，只需要20年的时间就会成为老年社会，再过不到10年就会成为严重老年社会。

从图43中也能看到同样的趋势，那就是这三个国家的总抚养率的变化。中国在2010年以后抚养率迅速提高的趋势将与韩国非常相似——只不过韩国在最开始的时候抚养率更高，下降速度更大，目前已低于中国，但在几十年后将再次超过中国。日本的情况也一样，只不过变化发生的时间要提早25年。

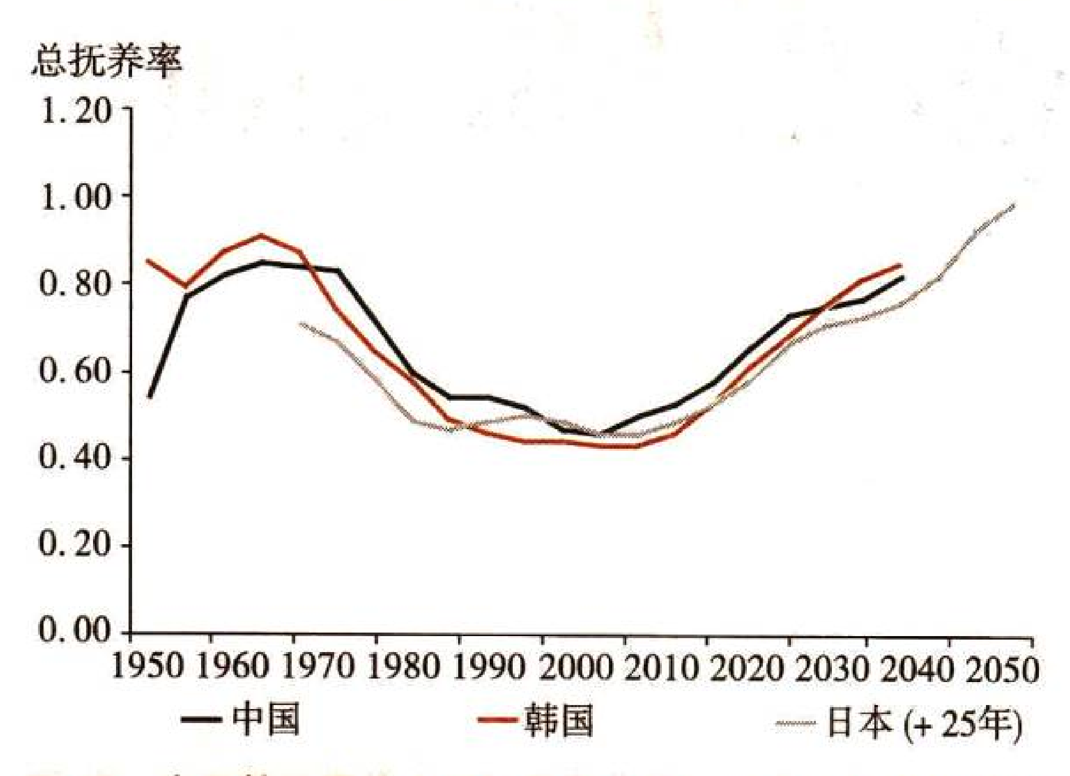


图43 中日韩三国的人口抚养率变化——令人惊讶的相似

资料来源：联合国人口署。

那么，中国的特殊性是否在于，人口结构的变化是由政府的政策变化一手导致的呢？答案也不尽然。例如，邻近的韩国也曾积极推行过降低人口增长率的社会政策。1973年，政府允许堕胎合法化，并且停止为已经有3个或更多小孩的怀孕妇女提供医疗保险的服务，拒绝为有2个以上的小孩的父母提供教育费的税收抵扣。一些政府机构还积极开展家庭生育教育，鼓励年轻夫妇少生孩子。

美国和欧洲

如图44所示，中国面临的挑战在欧洲大陆同样存在——我们看到的情况依然是总人口的减少、老年人的增加以及抚养率的迅速提高。主要的区别在于速度，与东亚国家相比，欧洲国家老龄化的速度要慢得多。从老龄化社会到老年社会，欧洲人大约花了半个世纪的时间，过渡到严重老年社会将需要25年左右。

相反，美国的情况在发达国家中才真正是非常罕见的，它的总人口将持续增长到2050年甚至更长的时间（部分原因是大量迁入的移民）。美国的人口增长和结构参见图45。

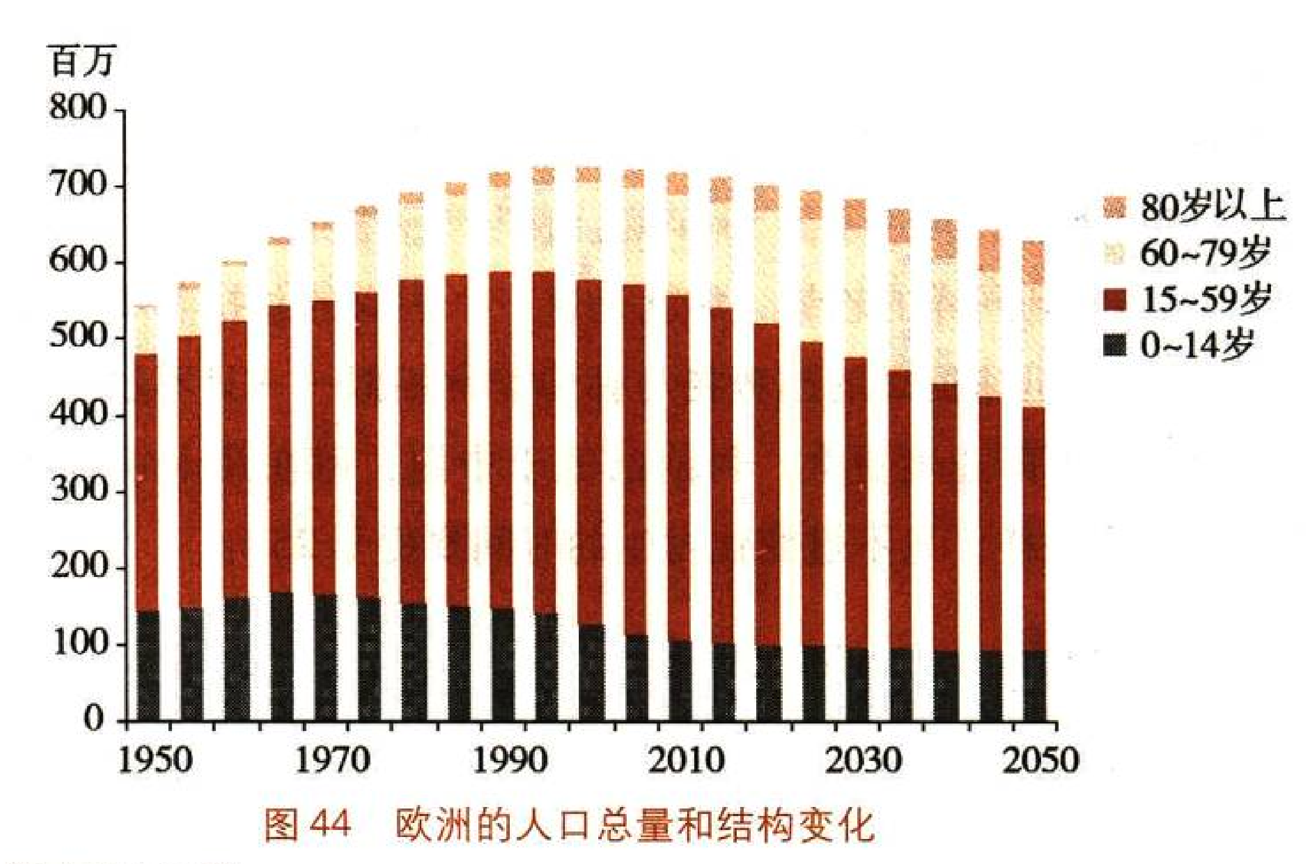


图 44　欧洲的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

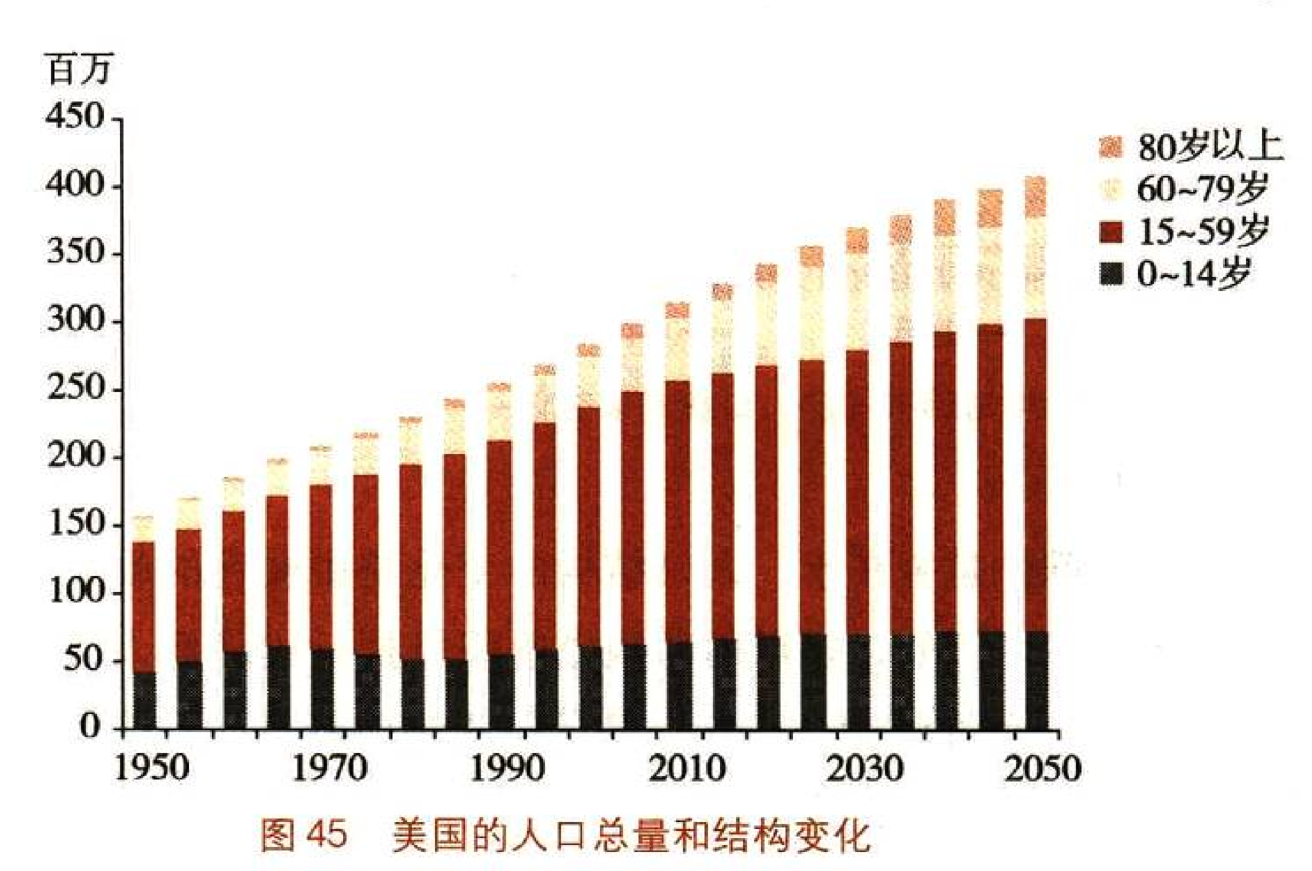


图 45　美国的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

真正的区别——在中国与其他发展中国家之间

从以上的比较中，人们或许会认为，中国大陆的人口结构变化并没有什么显著的特性。但是请注意，有一个区别却是万万不容忽略的。上面的对比都是在中国与发达经济体之间进行的——这些国家的人均收入水平比中国高出15～30倍。如果与处在近似阶段的其他发展中国家相比，中国的情况又如何呢？

结论可谓大相径庭。请看一下印度和印度尼西亚的情况，它们是两个人口众多的亚洲大国，可能与中国最具有可比性。这两个国家的经济发展阶段亦与中国相似——但与中国不同，它们在人口结构变化上还处在更早期的阶段，有着相对高的出生率以及稳定增长的人口。直到2050年，它们还能保持总人口的

正增长（参见图46和图47）。印度和印尼的老年人的数量的增长速度也将超过总人口的增长速度，但主要原因是人均寿命的延长，而不是中国那样的结构性变化。

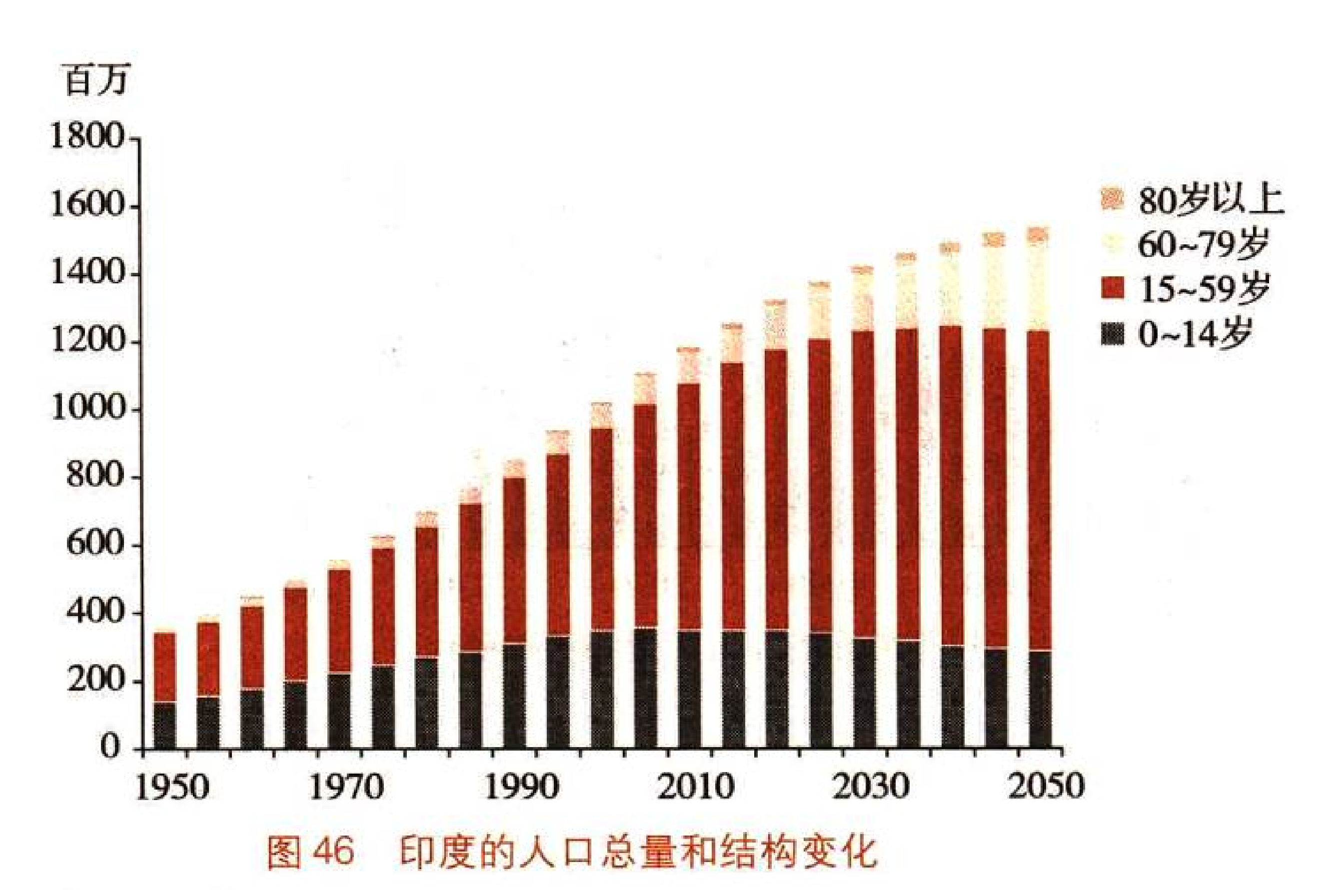


图46 印度的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

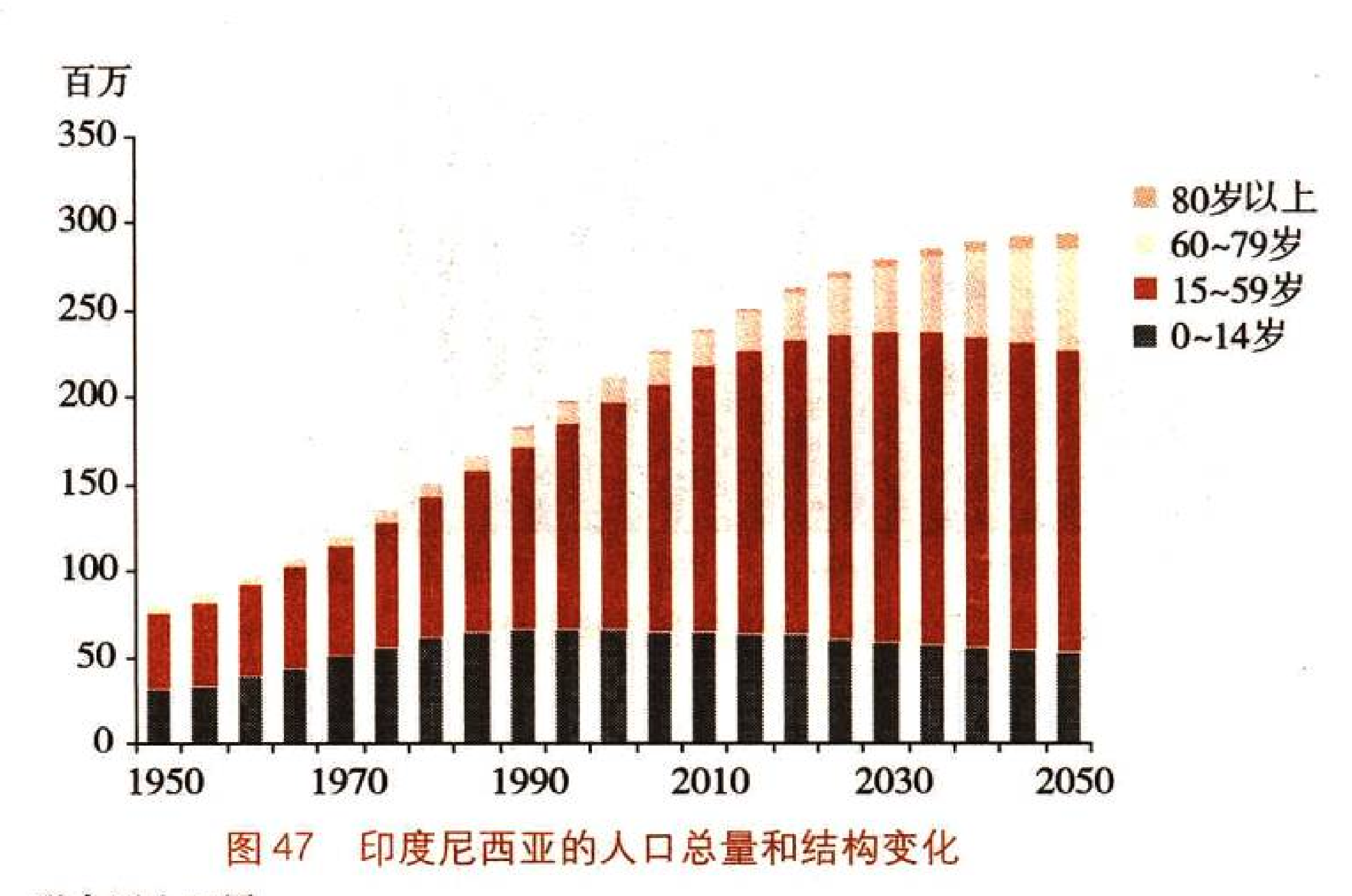


图47 印度尼西亚的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

实际上，即便是在人均收入明显高于东亚发展中国家的拉丁美洲国家，那里的人口变化趋势与中国也不可比。拉丁美洲地区的人口仍在快速增长，同样会持续到2050年（参见图48和图49）。

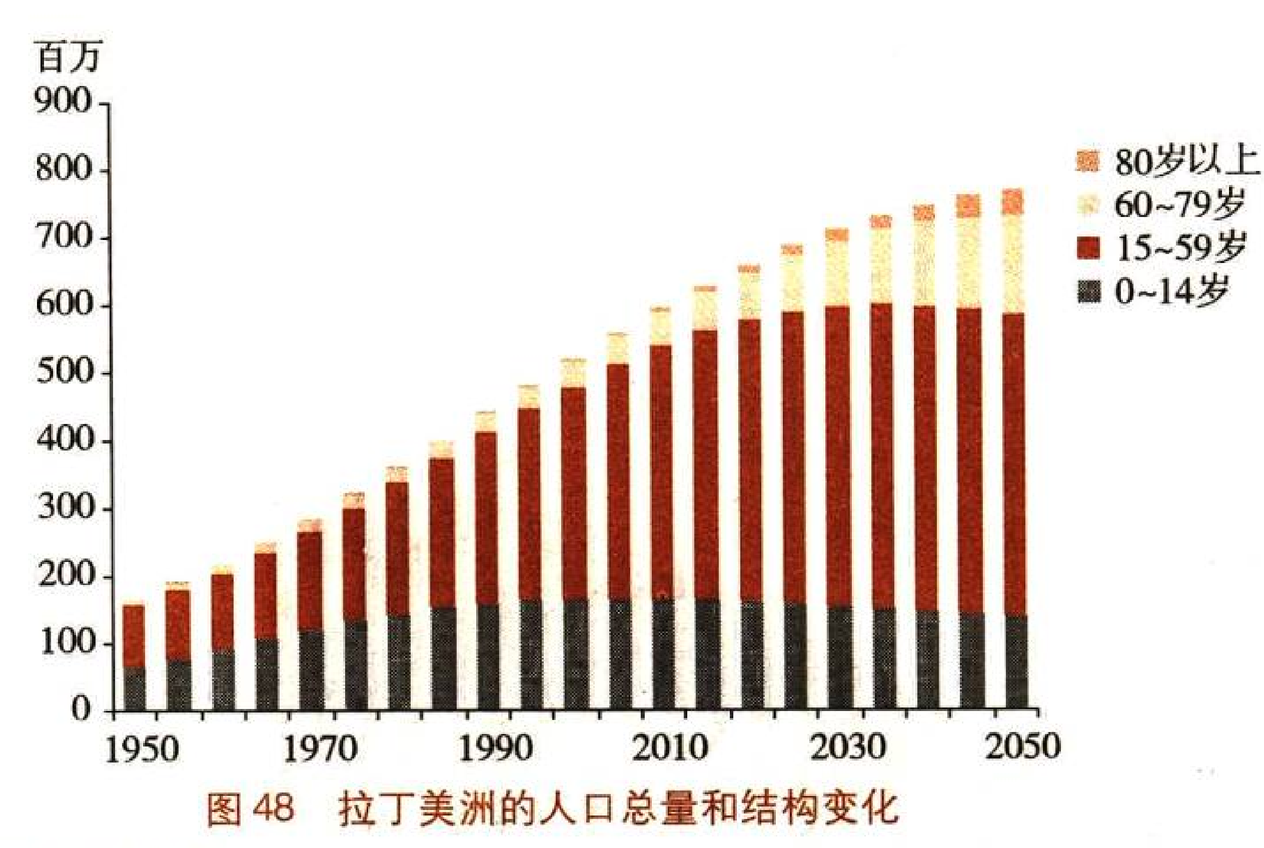


图 48　拉丁美洲的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

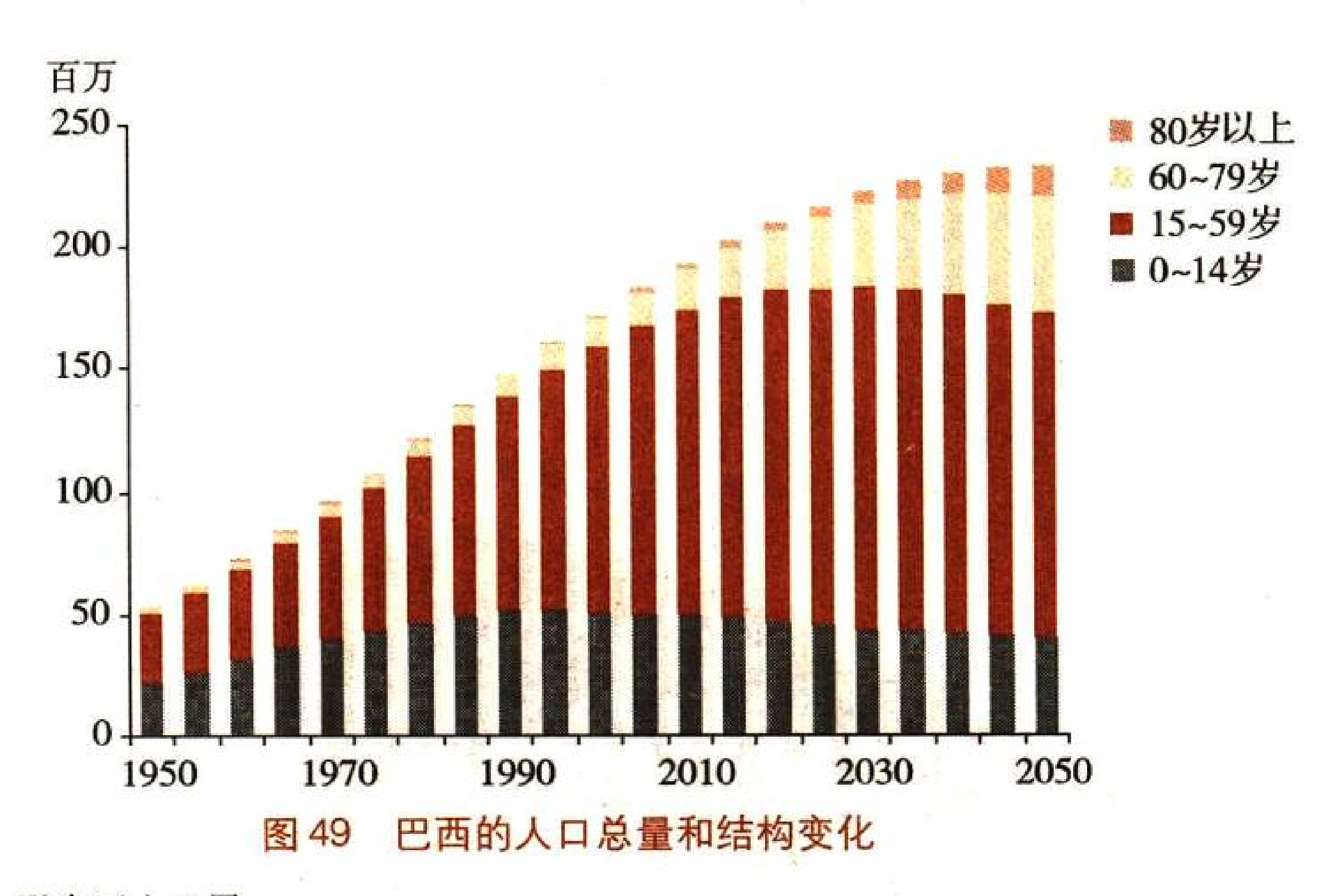


图 49　巴西的人口总量和结构变化

资料来源：联合国人口署。

中国面临的历史性挑战

因此最终的结论是，中国的确面临着历史性的挑战。在目前所处的人均收入水平还比较低的经济发展阶段，中国的人口结构变化是非常独特的。

由此产生了一系列重要问题：谁来为越来越多的退休人员支付养老金？政府是否有足够的财力应对挑战？在背负着迅速老龄化的重担的情况下，中国还能否持续亚洲式的高速经济增长？人口结构的巨大变化对宏观经济结构会有什么影响，特别是储蓄率和消费结构会有哪些变化？这将是本章后两节的主要内容。

谁来支付养老金?

在许多观察家和投资人看来，养老金问题是中国经济面临的最主要的中长期挑战之一。这种担心在某种程度上确有其道理，从上一节的论述中我们已经看到，中国还处在中低收入的发展中国家之列，但其人口老化的速度却相当快，人口抚养率将在未来几十年里迅速提高。

但是，这还不是故事的全部内容，中国还有一个地方非常与众不同：在中低收入的发展中国家里，中国是极少数拥有社会主义制度背景的，它有着高度组织化的政府就业体系和养老金体系，以及医疗、住房和其他社会福利。

也就是说，中国不但有着与发达国家相似的人口结构变化，而且也要承担发达国家级别的社会保障压力——这些都是在人均收入只有1 000美元多一点的发展阶段出现的。面对这样的现实，人们很自然的反应将是提出如下的质疑：中国是否有足够的财力？人口的压力是否将拖垮政府财政，导致社会的不稳定？

我们下面将给出具体回答。的确，隐含的养老金成本可能很高——但也许不至于压垮中国的财政，而且，至少在未来的10~20年里还不成其为危机。还有，在真正面临考验的时候，中国政府依然拥有多种财务工具可以帮助缓解压力。中国能否顺利完成对原有社会保障制度的调整？最终结论目前尚不清楚，但我们并没有今天就拉响警报的理由，因为故事的结局为时尚早。

准备工作——有关术语的定义

在开始具体讨论之前，我们先介绍一下养老金问题所涉及的几个常用术语。目前，世界上主要有两类养老金体系：现收现付制（pay-as-you-go）和完全积累制（或称为“个人账户制”）。

现收现付制养老金体系

现收现付制养老金体系（pay-as-you-go，PAYG）的概念非常简单——就像字面上的意思一样，它是指政府一方面征收养老金缴费和其他税收，然后用收到的资金来给退休人员发放养老金。这在本质上是个转移支付系统，而不是储蓄系统。对于那些正在缴纳养老金的现役员工来说，他们每个人都会得到一个承诺，就是在自己退休之后，未来的劳动者将继续提供缴费，来支付他们应得的养老金。

这种对未来要发放的养老金的承诺构成了政府的负债，但在大多数情况下，

这种负债是“隐性的”，它没有包括在政府的一般财政预算中——不过在我们计算全社会的总财政负担的时候应该考虑进来。

在历史上，当许多国家开始建立全国性的养老金支付体系时，最常见的办法就是采用现收现付制。而且直到最近为止，大多数发达国家和大多数发展中国家依然沿用着这种办法。现收现付制的普及背后有三个理由：首先，它不需要涉及到大规模的基金管理任务；其次，在最开始的那批退休员工并没有缴纳养老金的情况下，它可以让政府筹集到初始的资金，马上建立全国性的养老金制度；最后，由于养老金缴费是由政府集中起来使用的，它可以起到收入再分配的作用。

缴费率和替代率

我们可以把现收现付制看成一个资产负债表，现役的劳动者在表的一侧，而养老金领取者在另一侧。资产项目所反映的是整个体系从现役员工那里得到的资金总额的多少，它主要受两个因素的影响：缴费者的总人数以及缴纳比例的大小。后者通常被称为“缴费率”（contribution rate），也就是雇主（或员工）所支付的养老金缴费占工资总额的百分比。

在负债项目下，同样有两个决定支出总额的因素：养老金体系所覆盖的领取者的总人数以及每个人所获得的金额的大小。后者通常被称为“工资替代率”（replacement rate），它是指退休人员领取的退休金的金额与自己退休前最终工资水平的百分比（在中国，则是指退休金与退休人员所在省或地方现有的平均工资水平之比）。

人口结构和负债规模

现收现付制的最大缺陷在于，它可能给政府产生大量的隐含债务——我们将看到，中国同样不能例外。人口结构的变化将在这里产生重要作用：如果一个国家的人口保持迅速增长，劳动人口的数量就会不断增加，那么由于员工的总人数始终比退休人员多，现收现付制就可以一直维持下去。

但是在老龄化社会里，劳动者的总人数的增长速度会减慢，甚至会出现下降，同时人均寿命的延长又会增加退休金领取者的数量。在这种情况下，大多数现收现付制养老金体系都会随着抚养率的提高而出现赤字，未来的净负债也会迅速增加。

隐含的养老金负债

在讨论养老金负债时，最常见的一个度量指标是“隐含的养老金负债”（implicit pension debt，IPD），它也是下文要讨论的主要内容。关于这个指标有不同的定义，对普通读者而言可能容易产生混淆，因此我们在这里先做一些澄清。

首先是所谓“毛隐含负债”（gross implicit debt 或 gross IPD）的概念，它的意思是指政府未来需要支付的养老金的总额（折算为现值），而没有考虑将来可能征

收的养老金缴费、其他税收或收入。我们容易理解，计算未来的养老金支出要比估计未来的收入容易得多，因此大多数跨国比较研究在计算隐含养老金负债的时候采用的是这个概念。

然而，仅计算毛负债率不能直接反映养老金体系所隐含的财务“缺口”的大小，如果未来收取的养老金缴费足够多，一个负债规模巨大的国家同样可以维持该体系的平衡。因此，更精确的债务度量指标应该是“净隐含负债”（net implicit debt 或 net IPD）的概念，它考虑了未来的养老金的收入部分。

在下面讨论中国未来的养老金负债问题时，我们主要使用的是后一种概念。但由于缺乏充足而持续的跨国数据，在与其他发达国家或发展中国家作对比研究时，我们也会使用毛隐含负债的概念。

“完全积累制”养老金体系（或称“个人账户体系”）

完全积累制（fully funded）是一种与现收现付制截然不同的做法。它的意思是，把员工缴纳的养老金归集到个人账户里，产生利息收入，让账户里的资金在缴费者的整个工作期间逐渐积累起来，到员工退休的时候，个人账户里的资金将用来为该员工提供月度的退休金，其数量取决于账户金额的多少和员工的预期寿命。在这个体制下，有大量的资金储蓄与未来的负债相匹配，因此通常不会产生什么隐含负债。

现收现付制可否持续与缴费率、工资替代率和人口结构的变化都有重大关系，而完全积累制却取决于不同的因素。除缴费率以外，退休人员的收入还受到资产收益率、退休时的平均预期寿命的影响。

在传统上，积累制主要是私人退休基金采用的模式。但由于人口结构的迅速变化，许多建立了全民养老金体系的国家也开始把至少部分政府退休金转向完全积累制（其中也包括中国）。

转轨的成本

从现收现付制转向完全积累制，可以从长期上解决隐含的养老金负债问题，但对转轨期间而言，却要承受更大的财务压力。许多发达国家的养老金体系已面临赤字增加的窘境，而转向完全积累制则意味着要把目前缴纳的部分养老金提取出来，存入个人账户中，这部分收入不能用来应付现在的养老金开支，从而让转轨时期的养老金体系产生更大的资金缺口。

中国的养老金体系和目前进行的改革

现在来看中国的实际情况。中国已经在进行养老金体系的改革，其中的过程曲折而复杂，我们这里不再赘述，只提供如下一些简介。有兴趣的读者可以参阅

其他某些参考文献①。

传统体系

传统的中国社会主义劳动制度常常被称为“铁饭碗”，它的机制其实很简单：城镇的劳动者都被政府、国有企业或政府支持的集体企业雇用，基本上享受着“从摇篮到坟墓”的福利保障，除了工作岗位以外，企业还要负担员工的住房、医疗、教育和养老等责任。

在这个体制中，甚至没有明确的员工养老金缴费的概念。每家国有企业都要利用当前的收入来养活自己的退休员工，每一个工人都有退休金的保障。如果企业没有足够的资金，政府财政将提供额外补助。国家规定的退休年龄为男子60岁，妇女55岁（工厂的女工为50岁），退休金的替代率大约为员工最终工资的80%。

不过，农村人口则主要依赖传统的以家庭或集体为基础的养老办法，没有建立正规的养老保险体制。在20世纪80年代早期以前，村一级的公社还负担着为村民养老的义务，不过从那以后，随着集体经济的解体和土地的个人承包，尽管许多村庄还继续提供教育和医疗服务，但正式的养老金义务实际上已不复存在了。

城镇企业改革和养老金制度的变化

从20世纪80年代开始，中国逐渐解除了政府对企业经营和财务的直接干预，这导致了三个根本性的变化（我们在第一章分析政府在中国经济中的作用时有过详细论述）：

首先，国有企业在生产和财务决策上获得了很大的自主权。对于养老金问题最重要的影响是，企业的盈亏与政府的财政预算已经正式分开。尽管政府还承担着对企业部分债务的最终责任，也包括养老金，但这种利害关系已远没有过去那么直接透明了。

其次，随着90年代早期的经济泡沫的破灭，政府采取了空前的举动，关闭了数万家亏损的国有企业，并大大裁减了剩余的国有企业的冗员数。

最后，在过去10多年里，我们看到大批在政府控制之外的真正的私人企业兴起了，许多国有企业也逐渐转让给民间。甚至“国有企业”本身的定义也日渐模糊起来，随着兼并、承包、参股和清算等各种活动的展开，企业的所有权结构发生了巨大的变化。

以上这些趋势的一个后果是，传统的依赖国有企业来负担员工养老金的办法已经崩溃，政府必须转向更正规的、全社会统一的养老金体系。

---

① 如2005年出版的一本专著：*Pension Funds in China—A New Look*，由Leckie、Stuart和Yasue Pai合著，ISI Publications出版。



在改革起步时，中国政府正式规定了国有企业员工的养老金权利，为国有单位的员工制定了标准化的工资替代率和缴费率。政府还把现有的养老金负债从企业身上剥离下来，把资金的缴纳和发放的工作在地市层次上统筹集中起来，后来又提高到省级统筹。不过，现有的整个体系还相当分散，而且非常不透明。

正在进行的改革

中国目前正在进行养老金制度改革，其中最主要的措施是扩大养老金的覆盖面，以及逐渐转向积累制。20 世纪 90 年代早期，国务院就明确宣布了建立一个“三支柱”体系的目标。这是一个现收现付制与积累制混合的方案，其基本支柱是现收现付制，强制性地从全部雇主和员工（包括国有部门的员工）那里收取养老金；作为补充的第二支柱是个人账户积累，也由企业和个人缴费共同负担；第三支柱是个人通过私人储蓄来应付自己的养老需要。

1997 年，中国政府开始了迄今为止最全面的养老金改革，建立所谓“新养老金统筹体系”，这个目标包含如下一些主要特征：

首先，国家养老金覆盖面要扩大到全体城镇就业人员，而不仅仅是国有企业和集体企业的员工。在过去几年里，养老金覆盖面的确扩大到了许多私人、外资或合资企业，还包括个体劳动者。但整个工作的进展还远未完成，到 2003 年，参加城镇养老金体系的就业人员的总人数为 1.55 亿，只有城镇总就业量的 1/3。

其次，该体系正式切断了企业和养老金支付的直接联系，把养老金支付的责任和员工的记录转移到劳动部管辖的社会保障机构。改革的目标还包括，缴费账户和资金管理要在全国范围内实现一体化，而不是停留在目前的地方或省级统筹的层次。

最后，改革方案明确了“三支柱”体系的一些细节，具体标准如下：

支柱一是以现收现付制为基础。退休年龄的规定与原来的体制一样，男性 60 岁，女性 55 岁。企业需要支付工资总额的 13% 作为养老金缴费。累计缴费时间在 15 年以上的员工将获得退休时所在省市平均工资水平 20% 的工资替代率（最近，在个别省的试点中，缴费率和替代率分别提高到了工资总额的 20% 和平均工资的 30%）。

支柱二是资金积累的部分。个人账户的缴费比率相当于工资总额的 11%，由企业和员工共同承担（目前试行的比率为企业 3%，员工 8%）。累计缴费时间超过 15 年的员工可以获得全额的政府养老金，否则，员工个人账户中实际积累的总金额将在该员工退休的时候进行一次性支付。全额的政府养老金的工资替代率的计算办法是，以个人账户的总金额除以 120 个月，也就是平均 10 年的退休期限。假如个人缴费时间达到 35 年，在 60 岁退休，平均预期寿命为 70 岁，那么替代率

将相当于平均工资的38.5%。

支柱三是对以上两个部分的补充，允许员工缴费建立企业自己的年金基金，政府最近还特别制定了有关的指导原则。

从理论上讲，新的养老金体系将覆盖全体城镇就业人员，这是一个统一的全国性体系，部分是现收现付制，部分是积累制，并结合私人储蓄作为补充①。

但是在实际上，中国还在该计划实施的早期阶段。在养老金集中统筹开展比较早、地方经济较发达的地区，如上海和广东等，缴费比较充足，改革进行得也更为迅速。而在其他地区，特别是工业滑坡、年轻劳动力大量外流的地方，缴费情况则很不理想，已经出现了养老金缺口越来越大的严峻形势。

转轨时期的制度安排

为了保证从现收现付制顺利过渡到多支柱体制，1997年的改革把劳动者划分为三种类型，并提供了不同的养老金给付标准，即所谓“老人”、“中人”和“新人”三类。“老人”包括所有在1997年前退休的人，他们将按照原来的办法继续获得养老金福利。

“中人”是指在1997年之前参加工作、当时还没有退休的人。这些人将从新的基本养老金（支柱一）中获得收入，也会从个人账户（支柱二）中获得收入，此外还有一部分从社会养老金统筹部分中转移过来的收入，转移的多少取决于该员工在1997年之前的工作时间的长短，以补偿他们当时因为没有建立个人账户而损失的部分。

“新人”是指在1997年之后参加工作的人。他们将从社会统筹（支柱一）中获得某个固定比例的基本养老金，并且从支柱二中获得自己的个人账户的收益。

成本的测算

现在，让我们来看看最核心的问题：支撑这个养老金体系需要多大的成本？随着劳动力总数的减少和抚养率的急速提高，政府有足够的力量维持其运转吗？

一个简化的模型和两个重要的结论

首先，我们来考虑一个中国养老金财务状况的最简化的模型。从以上章节的预测中，我们已经知道，老年人的抚养率将从现在的0.16增加到2050年的0.56，也就是说，目前的情况是6名工作人员负担一个领退休金的人，到40年之后，将变成不到2名工作人员负担1个领退休金的人。我们假设，中国将一直保持现收

---

① 主要的例外是公务员和国家事业单位的正式雇员，他们的养老金待遇很好，并且不需要个人缴费。如果这些员工的工龄达到35年以上，就能享受相当于最终工资水平88%的养老金待遇。在2003年，达到这个标准的退休人员大约有1 000万人，给他们支付的养老金相当于年GDP的0.44%。

现付制的养老金体系，现有的工资缴费率固定不变（假定为25%），养老金的给付水平也固定为60%的工资替代率①。

此外，出于简化的目的，我们还假定所有的城镇就业人员和退休人员从一开始都包括在现收现付制体系中。

那么，在这些假设条件下，养老金给付体系的运转情况将会如何呢？结果反映在图50中，大体来说，这个体制在未来的20年里会有相当大的盈余，因为现在的抚养率比较低。从2025年到2035年的某个时点，随着工作人口的下降和退休人员的膨胀，养老金收支将出现赤字，在随后的50年，当期的养老金收入与支出之间将出现巨大的资金缺口。

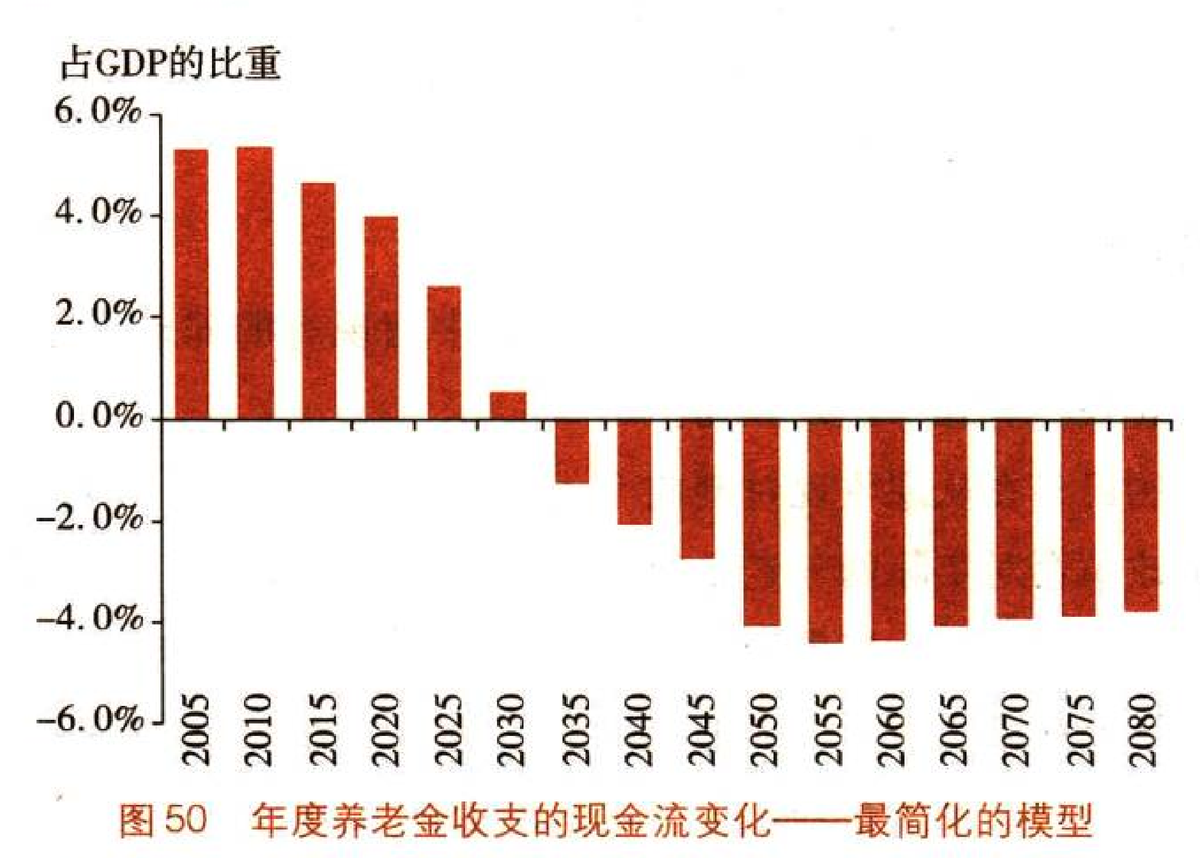


图50　年度养老金收支的现金流变化——最简化的模型

资料来源：联合国人口署、瑞银证券的估算。

从这个模型中，我们可以得到两个重要的结论。首先，中国的养老金财务缺口问题并不是马上就要发生的，人口结构变化所带来的消极影响将在20年甚至更长时间之后才会明显表现出来。

其次，未来的资金缺口问题的严重程度在很大程度上取决于今天产生储蓄的能力——以及利用这些储蓄产生投资回报的能力。在我们的模型中，从现在开始到2020年，中国仍将保持巨大的养老金盈余，这些盈余可以使政府有能力弥补以后出现的部分缺口。从图51中则可以看出，这些积累下来的储蓄将在2050年以后全部用完，所以中国迟早会面临巨大的净隐含养老金负债，但是也请注意，那已经是数十年之后要面对的问题了。

---

① 我们这里还有四个重要的假设：（1）所有的城镇就业人员和退休人员从一开始都包括在体系中；（2）城镇工资水平的增长速度与GDP总量同步；（3）养老金结余资金的收益率等于GDP的增长速度；（4）城市化比率逐渐提高。

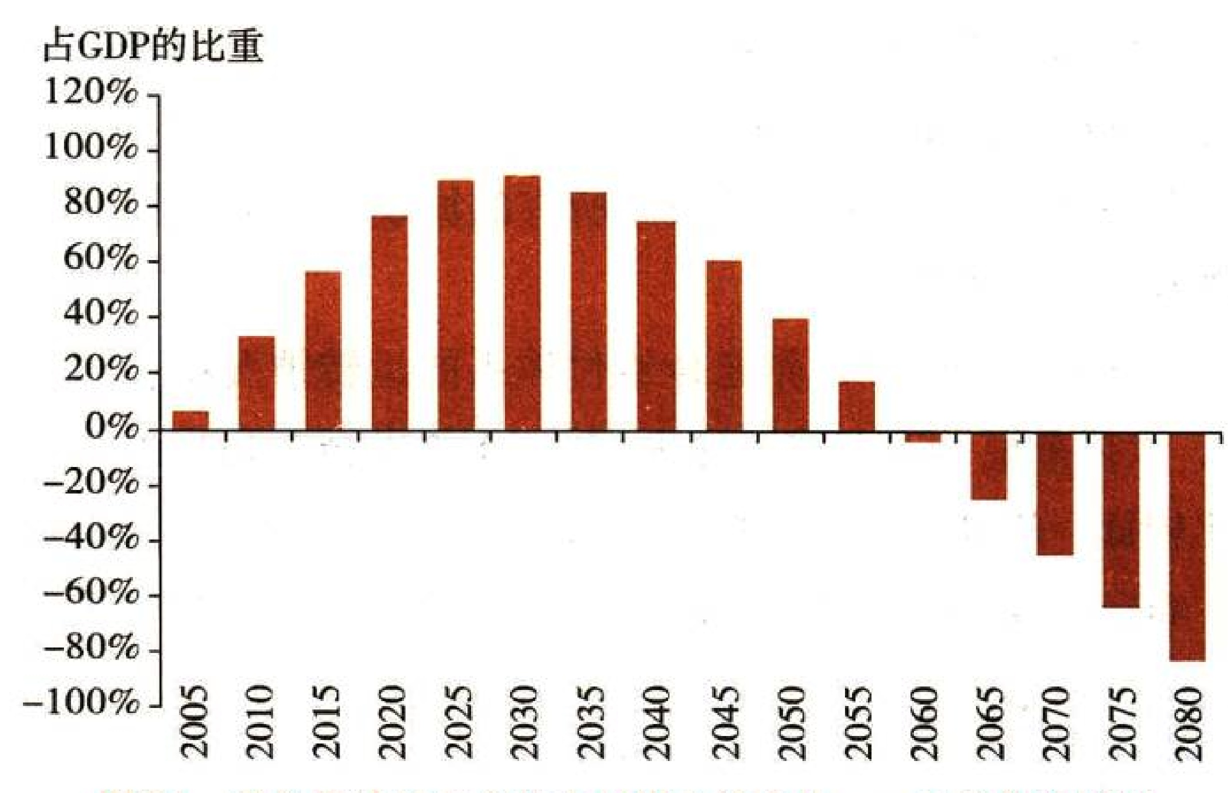


图 51　逐年累计养老金收支的现金流变化——最简化的模型

资料来源：联合国人口署、瑞银证券的估算。

更现实的图景

我们下面再转入一个更为复杂的模型，把中国现有的养老金结构考虑进来，它与上述的简化模型有几个主要区别：

第一，中国已经在从现收现付制向个人账户积累制过渡。我们目前还不完全清楚，这样的改革会对实际的养老金财务状况产生什么影响，因为积极和消极的影响并存。有利的一面是，积累制养老金体系将减轻国家未来的负担，政府目前依然承诺，会继续在第一支柱下提供一定的“基本”养老金保障，但其他保障将来自员工的个人账户。至少在理论上，未来的退休人员的收入将部分取决于自己的储蓄所产生的收益（当然在实践中，这个假设是否可以成立存在疑问，下文将有详细阐述）。不利的一面是，近期的转轨面临的成本更高，因为现在缴纳的部分养老金收入将存入个人账户，不能用来应付当前的养老金开支。

第二，并不是所有的城镇居民都进入了国家的养老金体系，现有的实际养老金覆盖率非常有限。劳动部的统计显示，在 2003 年，只有 34% 的工作年龄段人口缴纳了社会保险金，57% 的退休年龄段的居民从社保基金中获得正式退休金。以上的覆盖比例都在逐年扩大，但是要把绝大多数城镇就业和退休人员都纳入这个体系，恐怕还需要数十年的工夫。

值得注意的是，与领取退休金的人的比例相比，目前所覆盖的缴费人员所占的比例更低，这表明中国的养老金体系并没有产生应有的巨额储蓄。在全面覆盖的理想情况下，员工缴纳的社保资金将超过年 GDP 的 12%，然而实际缴纳的资金只占 GDP 的 2%。于是，社会保障基金不得不从个人账户中“借钱”，来应付现有的养老金支付的需要。此外，政府还需要通过中央财政，利用其他税收收入给现有的养老金体系提供大量补贴。参见图 52。

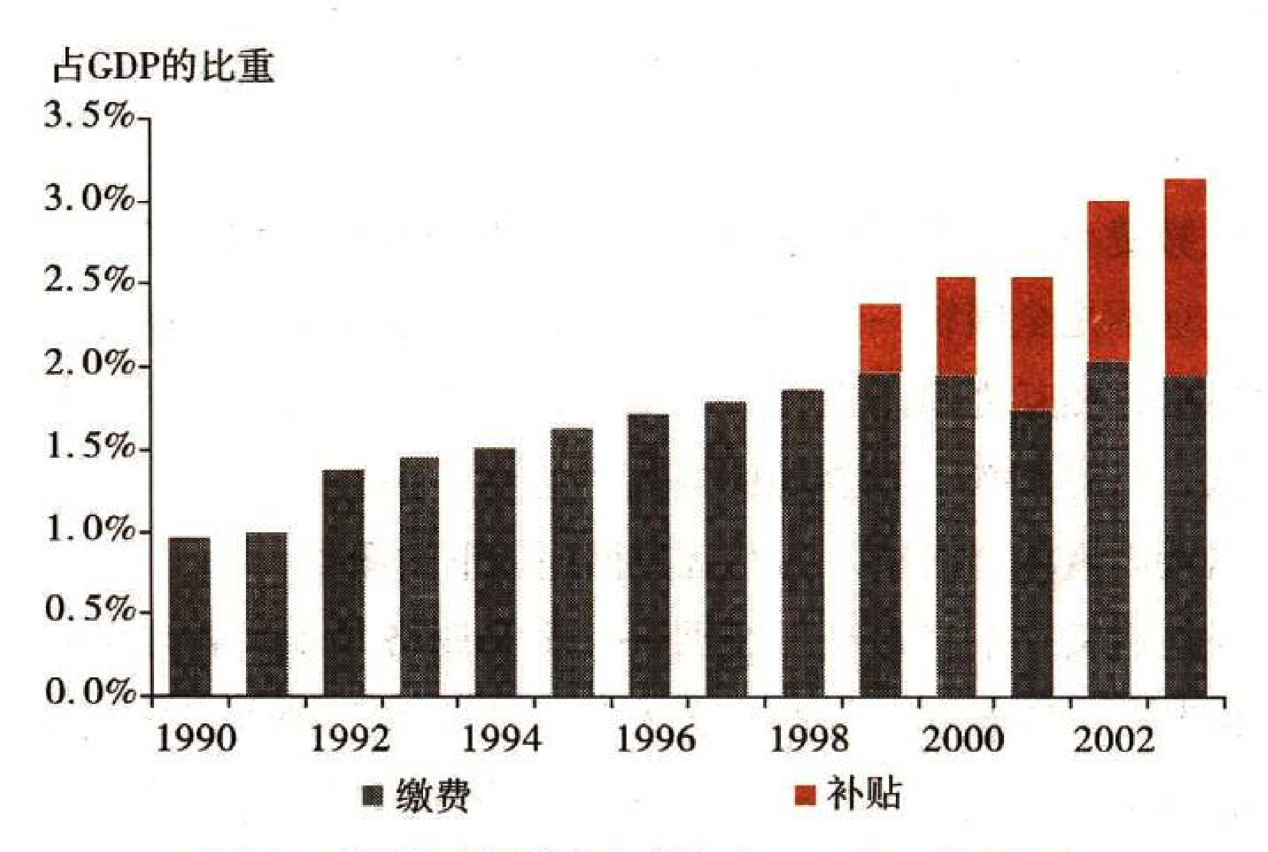


图 52　中国社会保障基金的来源——缺口正在扩大

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

第三，养老金储蓄基金的收益率非常低。从图 53 中可以看到，即便有政府提供的补贴，个人账户中"理论上"所积累的养老金余额对 GDP 的比例几乎没有增长——这与上面的图 51 所描述的理想路径相比，实在相去甚远。原因在于，社保基金持有的资产主要是国债和银行存款，其年收益率只有 2% ~3%，远低于上面的简化模型所假定的 7% ~9% 的水平。



图 53　中国的养老基金积累——进展缓慢

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

展望未来，我们认为回报结构不会很快发生根本的变化。中国的国债收益率的确在提高，但以国际标准来看还非常低，而且社保基金肯定会有相当比例继续用于银行存款。允许社保基金投资股票不见得是很好的办法，因为国内的股票市场大盘已经连续 4 年下跌。这种形势显著降低了通过个人账户来产生更多养老金收益的机会——同时增加了由政府出面来弥补资金缺口的可能性，政府需要在实

际账户收益之外追加资金，以维持最低限度的养老金发放标准（如30%～40%的工资替代率水平）。

最后，在缴费率和工资替代率方面存在巨大的地区差别，请注意，中国今天的养老金体系远不是全国统一的，绝大多数省级和地方政府都制定了自己的缴费率和替代率标准，相互之间差别很大。例如，根据劳动部公布的数据，深圳的工资替代率最低，只有13%，而新疆的最高，达到了49%。

把以上这些因素综合起来，我们就能得到如下的图景：

首先，我们定义一个“最佳”情景——即从财务平衡的角度来说最理想的情况。在这种情况下，政府主要负责“老人”和“中人”两类退休人员，而对“新人”类型的退休人员，政府只需要支付20%替代率的基本养老金部分，员工的其他养老金收入全部来自缴费者个人账户中的实际积累。我们还假定，基本养老金的缴费率为13%，其余还有缴费率为8%或11%的部分进入个人账户系统①。

在这种情景下，对“老人”和“中人”这两部分人群，政府需要支付大笔养老金，但随着这些人的逐渐故去，支付将逐渐减少。参见图54。

我们把“最佳”情景下的养老金现金流的逐年盈余或赤字的变化反映在图55中，其累计盈亏余额的变化反映在图56中。总体来说，这个体系会在一段时间内存在相当可观的赤字，而随着对“老人”和“中人”的养老金负债减少，账户将转入盈余。

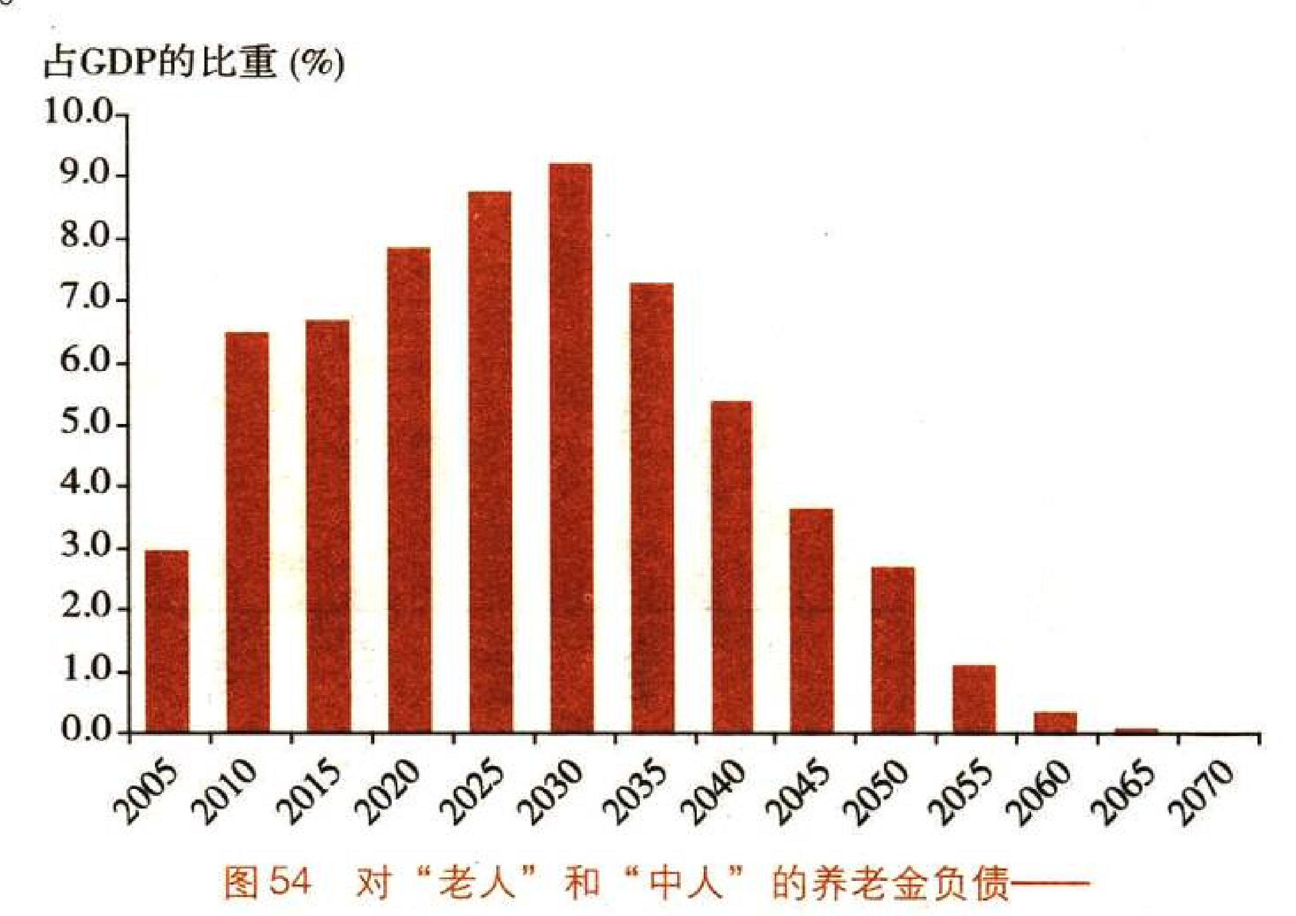


图54 对“老人”和“中人”的养老金负债——迅速增长，到2030年后下降

资料来源：UNPD、瑞银证券的估算。

① 我们没有直接考虑员工是否配合的问题，这方面的影响已经包括在有关城镇养老金覆盖率会逐渐提高的假设之中了。

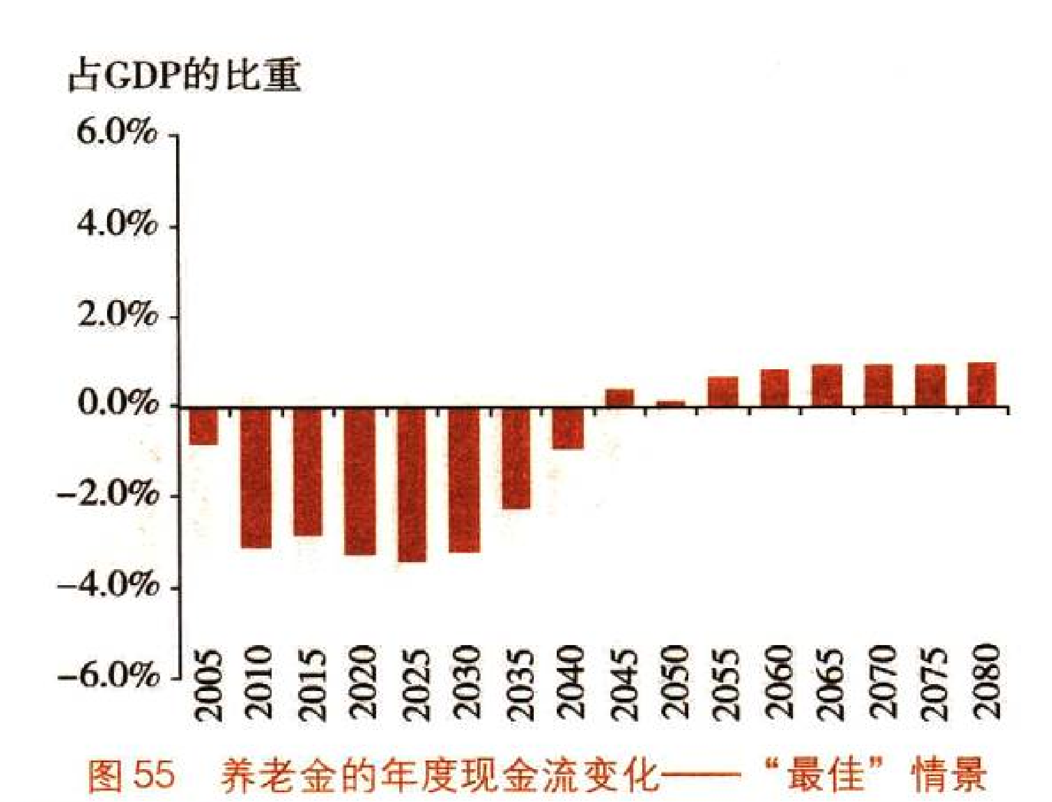


图 55　养老金的年度现金流变化——“最佳”情景

资料来源：UNPD、瑞银证券的估算。

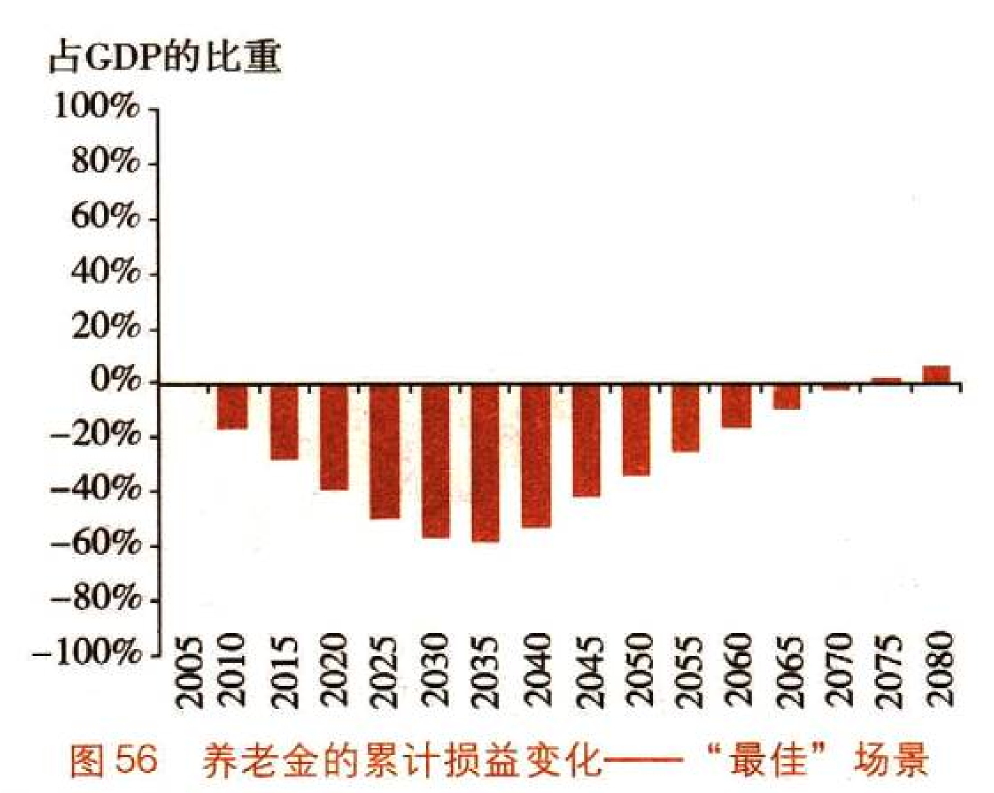


图 56　养老金的累计损益变化——“最佳”场景

资料来源：UNPD、瑞银证券的估算。

净养老金隐含负债还将大于0，因为开始阶段的成本非常高，其净现值大约相当于 GDP 的 40% 左右。

接下来，我们再来看看“最坏”的情景，这里的假定是，政府将承诺对现在和未来所有退休人员支付全部养老金（固定为 60% 的工资替代率），不管他们的个人账户的积累结果如何。我们还假定，未来数十年的养老金资产投资收益依旧非常低，大约为每年 3% 。

在这种情况下，该体系一开始会有小规模的盈余（考虑了个人账户中积累的资金的因素）。但在最初的 20 年过去后，随着抚养率的提高，赤字将迅速扩大（参见图 57），这会给养老金基金产生巨大的累计资金缺口（参见图 58）。

如果计算“最坏”情景下的净养老金隐含负债，其现值将超过 GDP 的 200% 。



图 57 养老金的年度现金流变化——"最坏"情景

资料来源：UNPD、瑞银证券的估算。

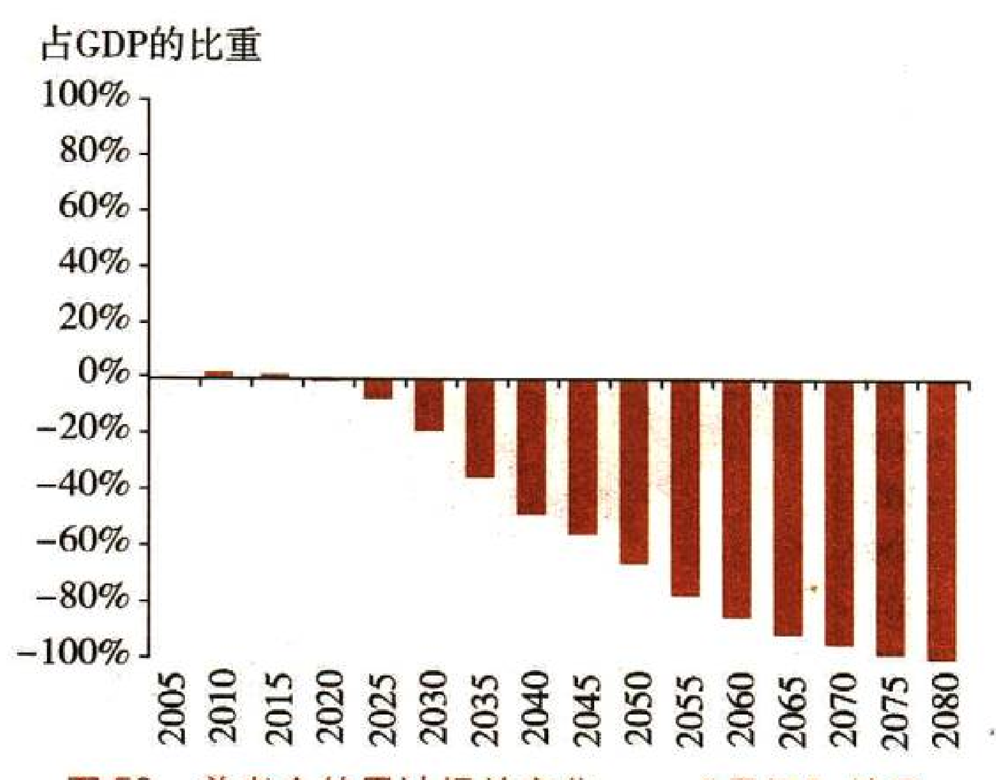


图 58 养老金的累计损益变化——"最坏"情景

资料来源：UNPD、瑞银证券的估算。

显然，实际情况应该是介于上述的两种极端情景之间，取决于政府养老金政策的具体选择，以及基金的投资回报率。如果我们采用一套比较中庸的假设，那么最终的净养老金隐含负债应该在 GDP 的 90% ~110% 左右。同时，这也代表假如目前的政策和趋势保持不变，中国的养老金体系的资金缺口规模。

实际上，这个结果与过去一些中国问题专家的估计也大体相当，或略高一点。例如，世界银行有不同研究报告分别指出，中国的养老金财务缺口约为 GDP 的 46% ~95% （1997），GDP 的 98% （1998） 和 GDP 的 75% （2000）①。

① 参见：Holzmann、Robert、Robert Palacios 和 Asta Zviniene，"Implicit Pension Debt：Issues Measurement and Scope in International Perspective"，World Bank Social Protection Discussion Paper Series，March 2004；Wang、Yan、Dianqing Xu、Zhi Wang 和 Fan Zhai，"Implicit Pension Debt，Transition Cost，Options and Impact of China's Pension Reform"，World Bank Policy Research Working Paper，July 2000。



有关隐含养老金负债的国别比较

那么，隐含养老金负债达到GDP的100%左右，与其他国家相比处在什么样的位置？很不幸，这是个非常难以回答的问题，我们已经指出，关于净养老金隐含负债，目前还没有很好的跨国研究。

不过，我们可以回答中国的毛养老金隐含负债与其他国家相比的结果如何。请回忆一下，毛养老金隐含负债是关于未来的养老金给付总额的净现值，而没有考虑未来的缴费可能产生的收入，因此，使用毛养老金隐含负债的缺点是不能直接测量资金缺口。

但是，这个指标的优点在于我们有现成的一些关于毛养老金隐含负债的跨国研究，其中最好的报告之一是霍尔兹曼、帕拉西沃斯以及兹维涅尼的研究（Holzmann，Palacios 和 Zviniene，2004），他们采用了标准化的办法来重新计算35个发展中国家的隐含养老金负债的数据——特别是，从过去和现在（不包括未来）的缴费中所产生的未来养老金负债的净现值。

该研究并没有包括中国，但我们利用他们的公式对大陆的情况重新进行了核算。最简单的办法是，利用今天的工资和GDP水平，假定15~20年的退休期，计算出对现有体系中所有退休人员和就业人员需要支付的资金的现值。另外一种更精确的办法是，从上面的图54中得到"老人"和"中人"的养老金负债，并排除其中的由未来的养老金缴费所产生的负债。

不管怎样，这两种办法测算的结果大体一致，中国的毛养老金隐含负债率（按照霍尔兹曼等人的定义）大约为GDP的250%——显然，在发展中国家里，中国是养老金负债水平最高的之一（参见图59）。这个结论应该不太令人感到意外，

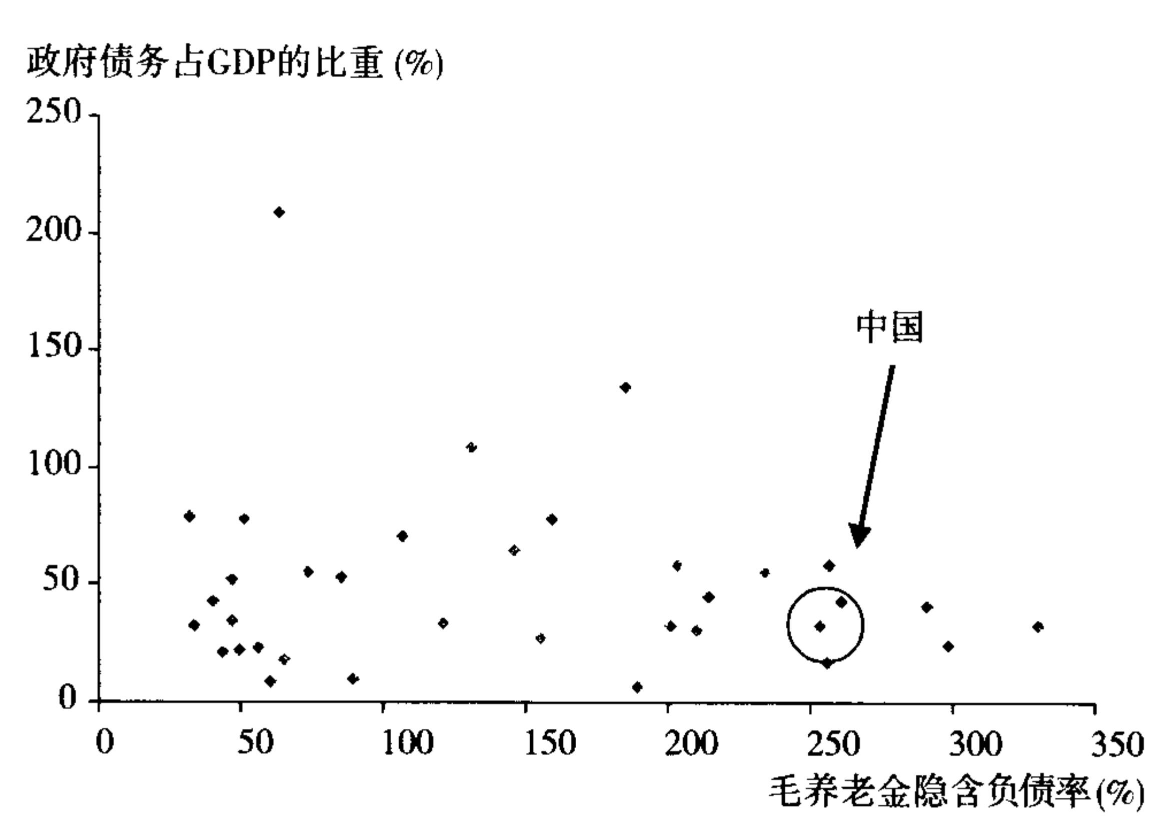


图59 世界各国毛养老金隐含负债率的估算——中国是最高的之一

资料来源：世界银行、瑞银证券的估算。

因为作为一个转轨经济体，中国有着相对发达的城镇社会保障体系，这个保障体系虽然还不够完备，但与其他中低收入水平的国家相比，已经远远超前了。而且，同样自然的是，其他养老金隐含负债比率比较高的国家，如波兰、罗马尼亚、斯洛文尼亚、乌克兰、斯洛伐克和匈牙利等，也大多是有过社会主义背景的国家。

相反，这样高的毛养老金隐含负债率在发达国家里就要常见得多，特别是在西欧国家（根据 OECD 的估计，法国和意大利的养老金隐含负债超过 GDP 的 200%，而英国和德国大约为 150%）。只不过说，这些国家同时也有着更为稳定和成熟的养老金缴费和税收体系。再考虑到在中低收入国家中，中国的老龄化速度几乎也是独一无二的，劳动力总量将会减少，因此我们几乎可以肯定地说，中国的净养老金隐含负债水平也应该是最高的之一。

中国政府的财力足以应付挑战吗?

现在再回到我们先前关于净养老金隐含负债的讨论上来，直面最关键的问题：中国政府是否有能力填补未来的养老金缺口？我们给出的答案可能会令很多人感到惊讶：尽管谁也无法对未来有绝对的把握，但以目前的趋势来看，中国政府在处理这个财政难题的时候可能要比你所能想象的要轻松得多。

为什么呢？首先，如上文所述，即使在“最坏”的情况下，养老金的赤字高峰还要在 20 年之后才会到来。其次，政府还有如下四种主要的应对手段可以选择：（1）对养老金体系本身进行改革；（2）提高税收或者从其他财政收入转移资金；（3）发行国债；（4）出售国有资产。而且，从目前来看，这些办法都应该是非常现实且行之有效的。如果能把它们很好地结合起来，我们将根本没有必要担心未来会出现养老金的“灾难”。

养老金体系的改革

在启动其他手段之前，中国政府完全可以及时对养老金体制本身进行改革，简单地说，就是提高缴费率，扩大覆盖面，或者降低给付水平。

通过提高缴费率来解决问题看似非常艰难，但未必如此，从图 60 中可以看出原因。该图是从我们的第一个、最简化的模型得来的，它显示了调整缴费率和替代率对净养老金隐含负债水平的影响。图中有两条斜线，如果某个政策组合位于上方的斜线的左上侧，那么它所产生的结果都是净养老金隐含负债水平超过 GDP 的 100%；而在下方的斜线右下侧的政策组合所产生的结果都是养老金体系存在盈余；在两条斜线中间的区域表示存在净养老金隐含负债，但规模相对不大。

最主要的发现来自我们所标注出的 A、B 两点。同在 60% 的替代率水平上，A 点的缴费率为 25%，其对应的净养老金隐含负债规模相当于 GDP 的 100%；而 B

点的缴费率为29%，居然就把养老金负债全部消化掉了。当然，实际的养老金系统要比我们的简化模型复杂得多——但是结论依然是成立的，缴费率的微小上升（大约3~5个百分点）就可以在很大程度上解决中国未来的养老金负担。

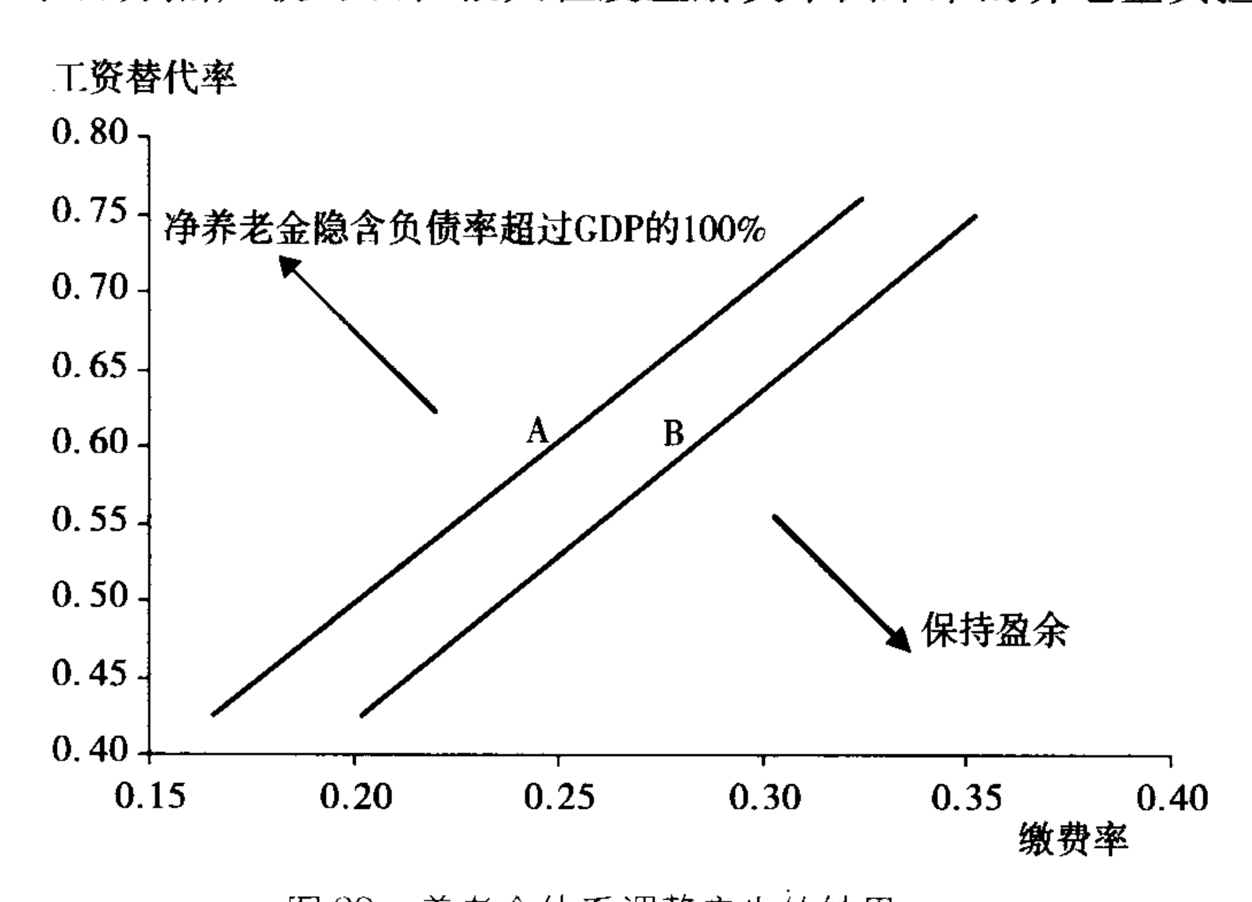


图60 养老金体系调整产生的结果——缴费率或替代率的轻微调整足以产生巨大的影响

资料来源：瑞银证券的估算。

同样的道理也适用于参保的范围。请注意，目前的一个主要问题在于，只有大约1/3的城镇就业人员在为社会保障体系缴费，而退休人员中却有超过一半的人在领取政府的退休金，这种收支状况的不匹配是今天的养老金储蓄无法扩大的根本原因。如果形势严峻，中国政府可以用更大的力气来扩大参保的人数，增加缴费收入。

最后，作为一种救急的办法，也可以考虑降低养老金的给付水平。再回到图60，根据我们的简化模型，如果把工资替代率从60%降低到55%，其效果将与提高4个百分点的缴费率相当，也就是说，使净养老金隐含负债与GDP的比例减少100%。考虑到中国目前的城镇真实工资水平每年仍然保持着很高的增长率（7%左右），那么在未来10年，真实的退休金水平的增长速度假如略微有所降低，就可以把替代率降下来，而且不至于导致退休金领取者全部走上街头抗议——当然，现有的养老金体制并没有降低替代率的打算。

从其他税收中转移收入以及加税

简单地说，最方便和最可行的办法是对养老金体系本身进行改革。但除此以外，政府还可以寻求其他财政来源。一般地说，要维持养老金的基本平衡，总是可以从其他税收收入中进行转移，或者寻找新的税收来源，其资金规模大致不少于年GDP的2.5%。

这会是很艰巨的任务吗？从现有的趋势看并非如此，请看图61，它显示了过去十多年以来中国政府的收入和支出水平的变化。

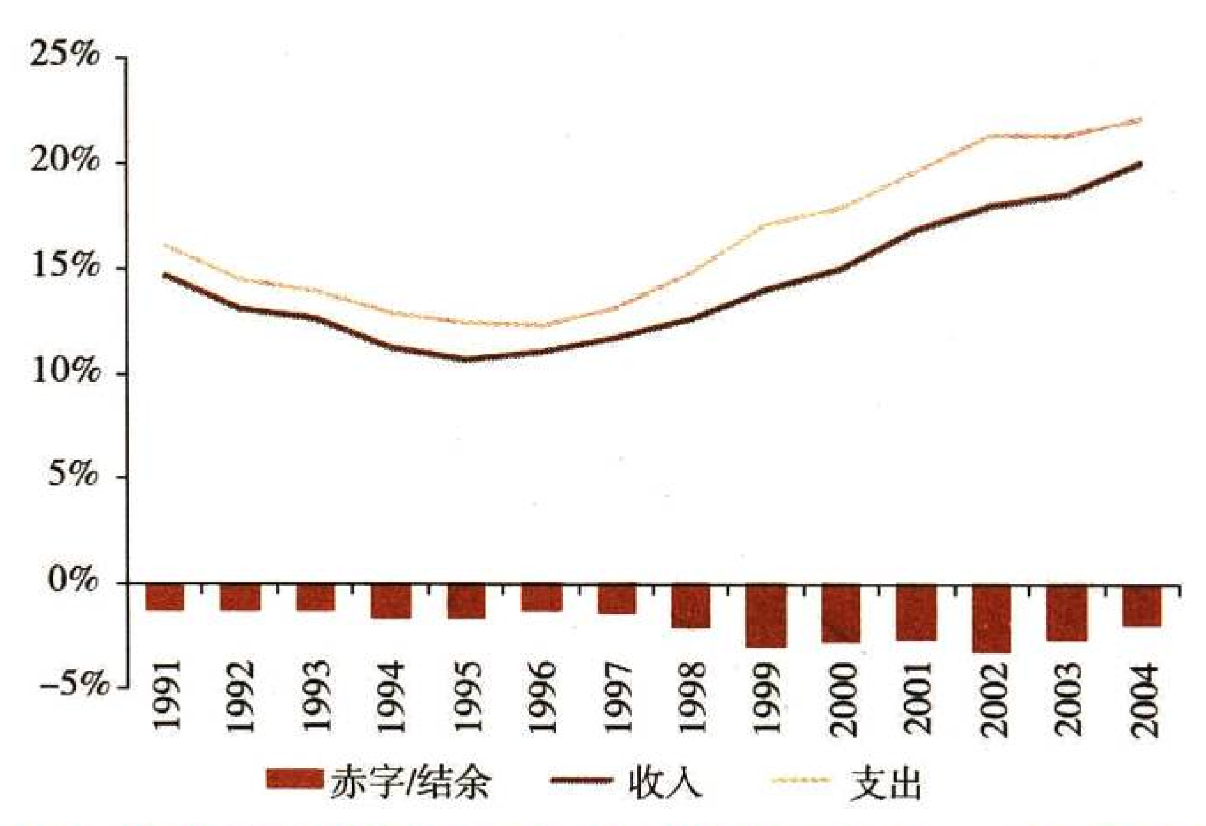


图61　中国政府的财政收支变化（占GDP的百分比）——赤字在缩小

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

在20世纪90年代后期，中国政府的财政似乎出现了问题，税收收入占GDP的比例在前几年不停下降，而支出压力在泡沫经济破灭后的低迷时期开始增加，结果导致1997年之后政府预算赤字出现了迅速增长。

但短短5年过后，财政紧张的问题似乎完全消失了。税收收入正在以每年近20%的速度增长，几乎是GDP增长率的2倍，占GDP的比重也差不多翻了一番。同时，支出压力在减轻，特别是政府为控制经济过热缩减了投资支出，赤字随之降低。

我们并不清楚未来10～20年中国政府的财政状况是否还会继续这样的趋势，同时，中国也将面临为医疗、教育和失业等提供更多社会福利的压力。不过就目前而言，政府的财政实力还是相当强大的。

发行国债

考虑到中国的负债水平比较低，这个办法尤其可行。正式的政府债务目前只相当于GDP的30%多一点，而且根据我们的估计，已经从2003年的顶峰开始下降了（参见图62）。当然，官方数据并没有包括清理银行坏账所需要的隐含成本，那可能会在未来的数十年里使政府负债增加相当于GDP的30%的规模（本书第三章将详细探讨银行问题）。

然而，从其他发展中国家的经验来看，中国政府每年的负债占GDP的比重如果增加3个百分点，将不会对自己的财政体系产生太大压力——何况中国还有着很高的国内货币流动性。如果目前的低利率金融环境持续到中期，情况将更加有利。增加国债可能不是一个长期的、永久性的解决方案，但显然可以为解决资金

缺口提供急需的资源。

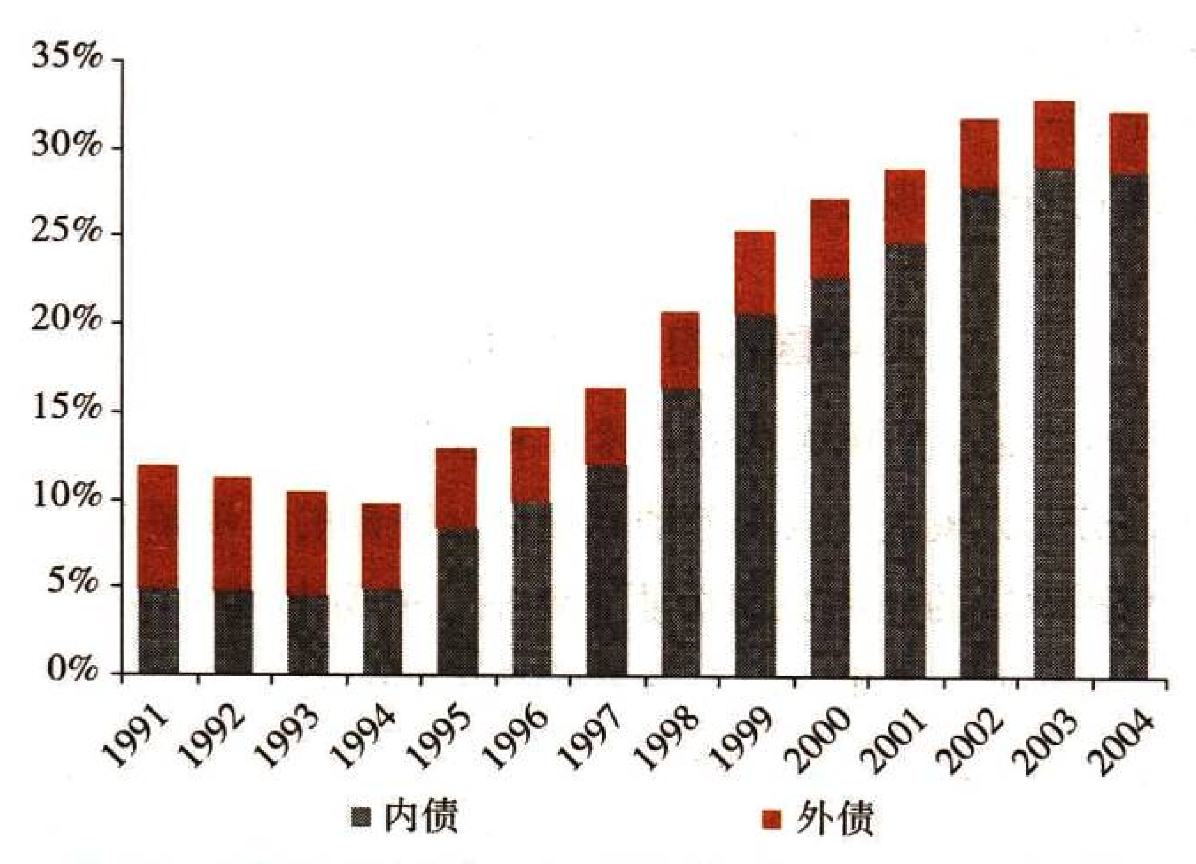


图 62 中国的政府债务（占 GDP 的百分比）——开始降低

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

出售资产

最后，中国虽然在人口结构和养老金负债水平上是独一无二的，但与其他发展中国家相比，它的政府所控制的资产总量也相当巨大。在 2003 年，中央和地方政府作为唯一或主要的所有者拥有多达 15 万家国有非金融企业，其资产的账面价值接近人民币 10 万亿元，或者说是 GDP 的 80%。

不消说，这些资产的质量良莠不齐。但我们在第一章已经介绍过，许多长期亏损的企业已经在 20 世纪 90 年代后期的经济萧条中被关闭了，现有的企业至少在现金流上面是不错的。即使我们假定，实际的资产出售价格要比账面价值低很多，政府依旧可能从未来的统一的私有化过程中筹集到相当于 GDP 的 40% ~50% 的资金（此外，还需要有统一的措施，把出售资产所得的收益留住，因为这在目前还不是通行的做法）。

人口老龄化与经济增长

在本章的结尾部分，我们来讨论一下中国的人口结构变化所产生的其他话题：中国会面临劳动力短缺吗？劳动人口的下降对未来几十年的增长趋势意味着什么？老龄化的社会是否会减少投资，而导致消费的繁荣？

对中国而言，答案将是非常有趣的。尽管还存在大量就业不足的农村人口，



但在城市的轻工业和服务业中，劳动力供应紧张的现象已经出现了。这也表示，人口增长的减缓的确可能导致经济增长速度的降低。至于消费与投资的变化，我们的答案是确定的——我们预期，增长方式会出现转变，更多向家庭消费倾斜，但这不会导致增长趋势出现突然的变化。

中国式的“劳动力短缺”

在过去两三年以来，中国大陆的学术界和投资圈都关注到一个热门话题，那就是刚刚出现的劳动力短缺。根据劳动和社会保障部的一项最新调查，在长江三角洲和珠江三角洲地区的外向型制造业企业中，劳动力的缺口达到了10%以上，招工非常困难，给企业扩大生产能力造成了严重的制约。

这看起来似乎不可思议。在本章开头我们介绍过，中国的劳动力总量仍在增长，而且还会持续10～20年以上的时间。同时，在全部13亿人口中，还有9亿人生活在农村，他们需要向制造业转移，自然会形成无穷无尽的劳动力供给。

然而，有关人口结构变化的数据的确显示，制造业的劳动力供给已经出现不足了——这会对中国未来的经济增长产生深远影响。

“富余”劳动力究竟有多少？

首先，我们来看一些基本的人口统计数据。在2003年末，中国的总人口数为12.9亿，按照户籍计算，大约有9亿人属于农业人口，其中有接近8亿人的户口在农村（其余的绝大部分农业人口集中在小城镇）。即使只以农村户口为基数，那么总的农村劳动人口（15～59岁）也有5亿人。

毫无疑问，在这样多的农村劳动人口中，有相当大的部分是“富余”劳动力——他们并非没有工作，而是属于经济学理论上所谓的“就业不足”：假如他们能在其他地方找到新的工作，那并不会导致农业产出的明显损失。从图63～65中，我们也能看到，中国的东亚邻国的农业劳动力比例就小得多。

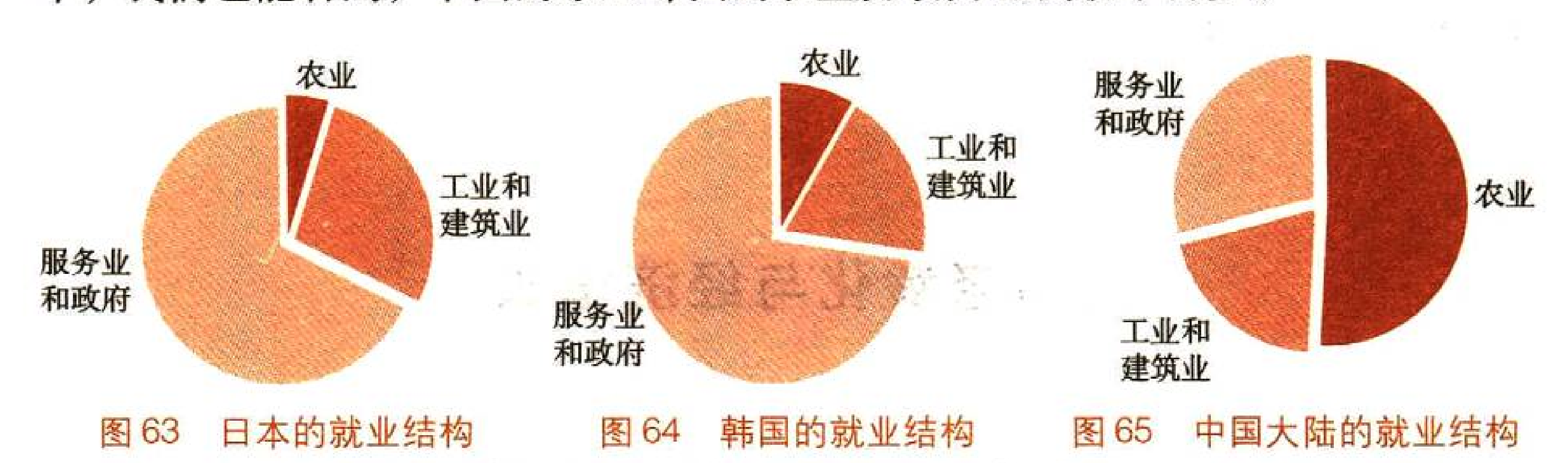


图63　日本的就业结构　图64　韩国的就业结构　图65　中国大陆的就业结构

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

当然，中国的农业生产率比日本和韩国要低很多。但学者们的研究还是表明，要保证中国现有的农业产量，有1.5亿劳动力就足够了。换句话说，中国农村在

理论上的富余劳动力为3亿人以上①。

农村劳动力的外流

上面的数字是“理论上”的，因为事实上已经有很多农民离开农业、去其他地方或产业参与就业了。有关的统计数据显示，目前的农业劳动力其实只有3.75亿人左右，也就是说，有1.25亿的中国农民已经不种地了。在他们中间，有的人还留在本地的农村，从事其他业务，但大多数人则去了沿海的经济发达地区，特别是广东、福建、浙江和江苏，从事制造业和服务业的工作。作为参考的是，中国官方的人口普查数据也显示，从农村出来的“流动”人口大约在0.8亿~1.2亿左右。

问题的焦点就在这里。从农村外流的劳动力在年龄分布上并不是平均的，劳动和社会保障部的调查显示，绝大多数生产纺织、玩具和电子产品的企业都只雇用18~26岁的女工（工厂的管理者通常认为这些未婚的女青年手脚更麻利，更愿意长期加班，也不容易惹麻烦）。如果对建筑业做一番调查，我们会发现一幅非常相似的图画，只不过，这个行业里的工人绝大多数是30岁以下的未婚男性。

我们不是说所有农村来的青年都会在快30岁的时候回家乡，但实际情况是，相当多的人的确在后来回去了。与许多发展中国家不同，中国的人口流动是双向的。许多农民工在城里工作了六七年之后，带着自己的储蓄回到老家，然后结婚生子，开始他们的小家庭生活。

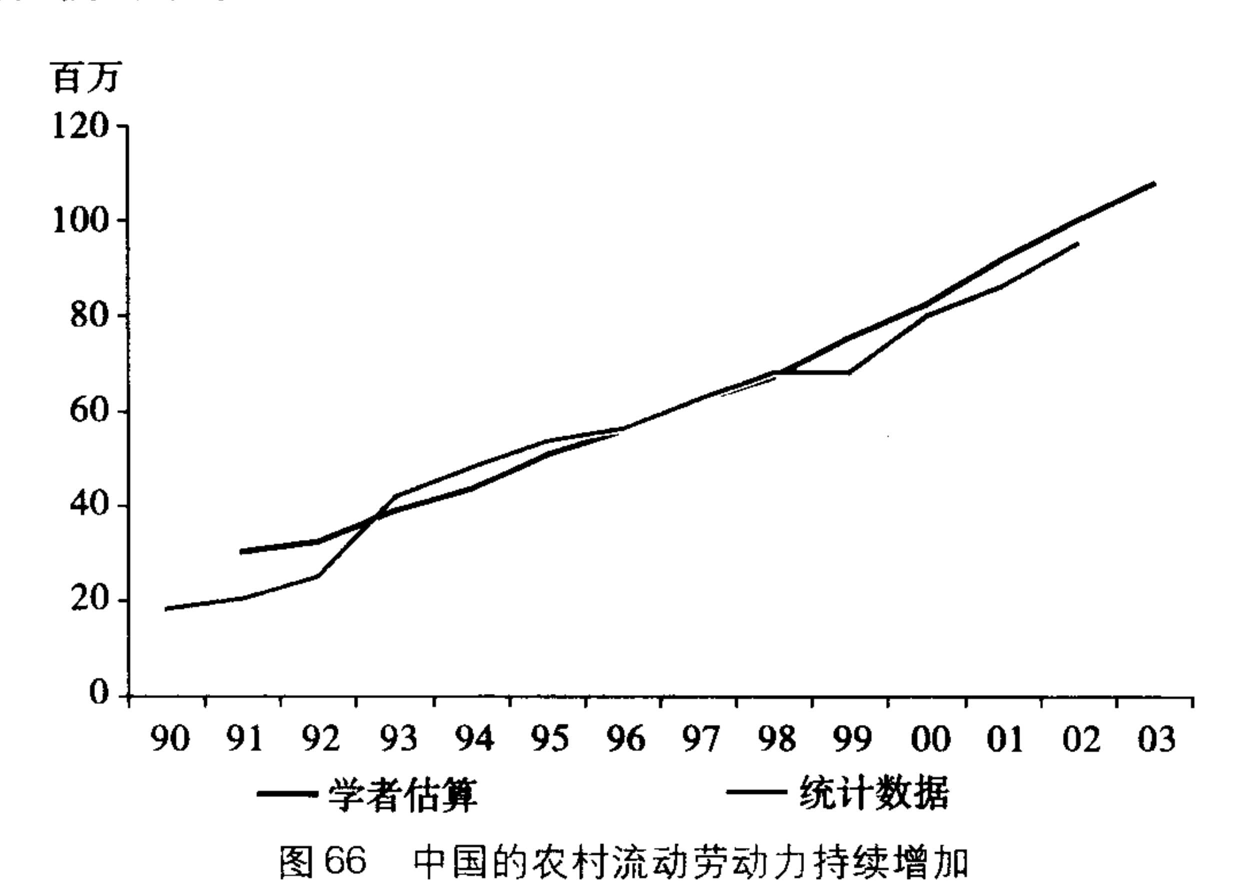


图66　中国的农村流动劳动力持续增加

资料来源：中国经济信息中心、中国社会科学院。

出现这种双向流动有两个背景。首先，中国农村的土地分配情况非常平均，自公社体制瓦解以来，各家各户都得到了长期的土地承包合同。外出打工的人就

① OECD估计，中国农村的隐性失业人数大约为2.75亿，参见：OECD，2002，*China in the World Economy: the Domestic Policy Challenges*。

有了回来的理由。其次，在目前的发展阶段，中国的人口结构是非常特殊的，许多外出务工的人是家里的独生子女，他们需要回来孝顺父母，也要确保自家承包的土地继续传承下去。

这样的结果是，在1亿多农村流动劳动力中，绝大多数人的年龄都在18～30岁之间。

劳动力的“短缺”

此时，谜题的答案逐渐清晰了。如果考虑到15～59岁的所有农村劳动人口的总量，那么还有相当大的就业不足的劳力资源可以利用。但如果只考虑15～29岁的农村劳动人口，情况就截然不同了。

首先，这个年龄段的农村人口大约有1.85亿左右。如果假定其中有1亿人在工厂、城镇做工，那么已经占了总数的一半多。再考虑到其余的部分有可能在务农、上学、照顾父母，或者本身有残疾，那我们就容易理解，为什么许多工厂主会抱怨不容易找到合适的工人了。

未来招工的难度还会加大。人口结构的变化显示，尽管劳动力总量还在增加，但15～29岁年龄段的人口已经出现下降。劳动力总量的增加主要是因为“婴儿潮”时代出生的人进入更高年龄段，导致年龄较大的劳动者数量增加。参见图67和图68。

所以，29岁以下的农民工的供给开始枯竭了。对于中国的制造业和服务业厂商来说，如果想继续保持增长，那要么让现有的工人工作更长的时间，要么招聘年龄更大的员工。这些都意味着劳动力支出的增加，而且不光是直接的工资增加，还包括住房、医疗、照顾子女等福利……对于那些习惯于让工人们每天工作10～12个小时、挤在嘈杂的集体宿舍中生活、还肯接受每月600元工资的出口产品制造商而言，这将是个艰难的转折。

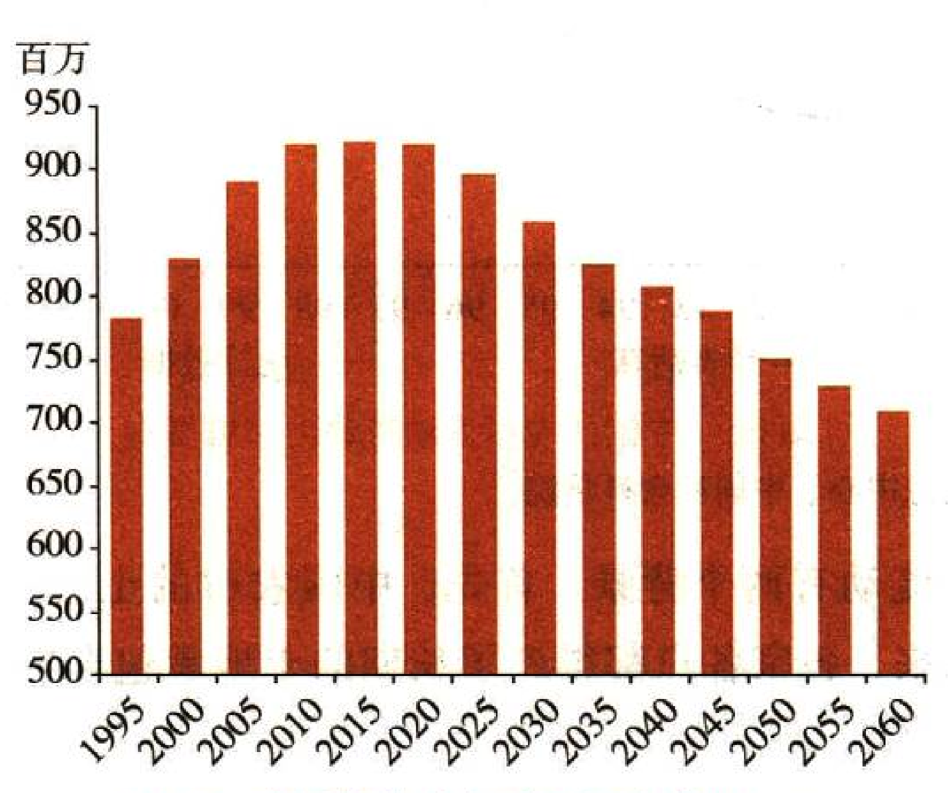


图67　中国的劳动力总量仍在增加……

资料来源：联合国人口署。

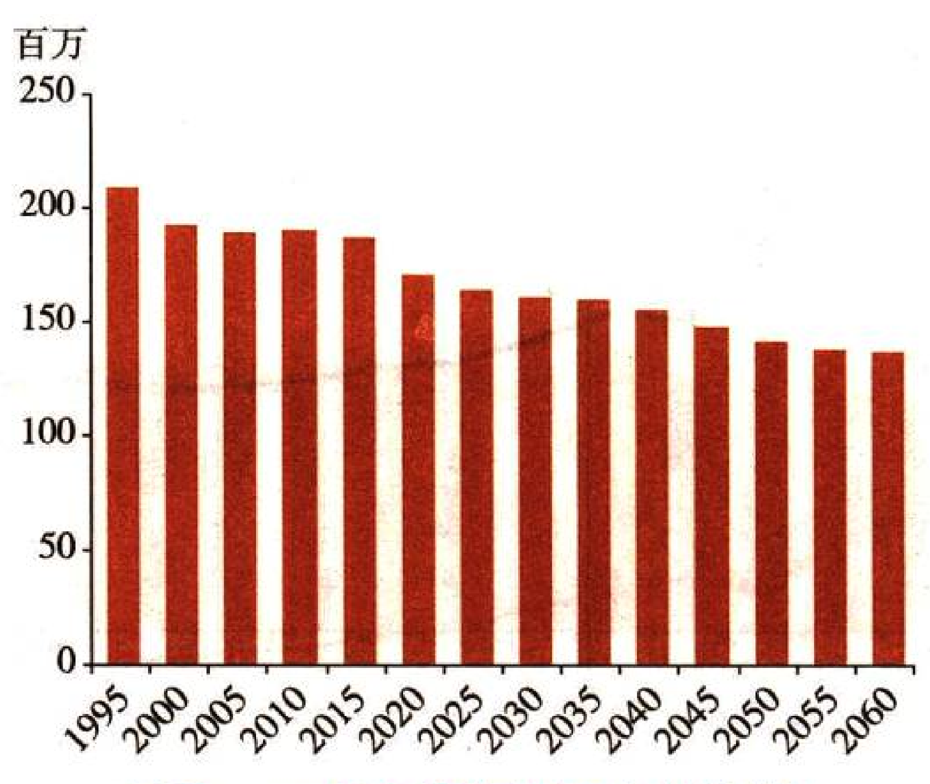


图 68 ……但年轻劳动力已经出现稀缺

资料来源：联合国人口署、瑞银证券的估算。

劳动力密集型增长模式的终结?

人口结构的变化对总体经济发展意味着什么？简单地说，它表明依靠廉价而密集的劳动力资源实现经济增长的时代将走到尽头。

是的，中国农村还有 1.5 亿甚至更多的富余劳动力，但是他们多数都属于 35～59岁的年龄段。与一名单身男青年相比，一位 45 岁的拖家带口的农村男子是不太可能离开家乡、去城里随便找份工作干的。换句话说，现有的农村劳动力尽管在理论上还是“富余”的，但他们已不太可能为中国未来的制造业和服务业发展贡献力量了。中国式的城乡劳动力转移已经走向成熟阶段。

在这一点上，与其他有着迅速增长的农村劳动力的发展中国家相比，中国又是独一无二的。在过去 20 多年里，中国的制造业和服务业之所以能够飞速繁荣起来，在很大程度上正是得益于年轻劳动力的无限度供给，而今天的形势已经迥然不同了。

经济增长的前景

第一个结论非常直白：随着人口增长率的降低，经济增长也会减速。此前的许多中长期预测都假设，中国会有完全水平的劳动力供给曲线，就是说，“劳动力密集型”增长模式可以在没有任何成本增加或摩擦的情况下持续下去。然而，对人口结构的仔细分析显示不是这样。实际上，随着总人口的老龄化和年轻劳动力供给的下降，中国的经济增长率将在未来 10 年下降 0.5 到 1 个百分点。

图 69 最能说明问题。在过去 25 年，中国的人均真实 GDP 增长得既快又平稳，大约为每年 7%，只有 20 世纪 90 年代早期的泡沫时代例外。除了那个时期以外，中国的真实 GDP 总量的增长波动几乎都可以用人口增长率的变化来解释。

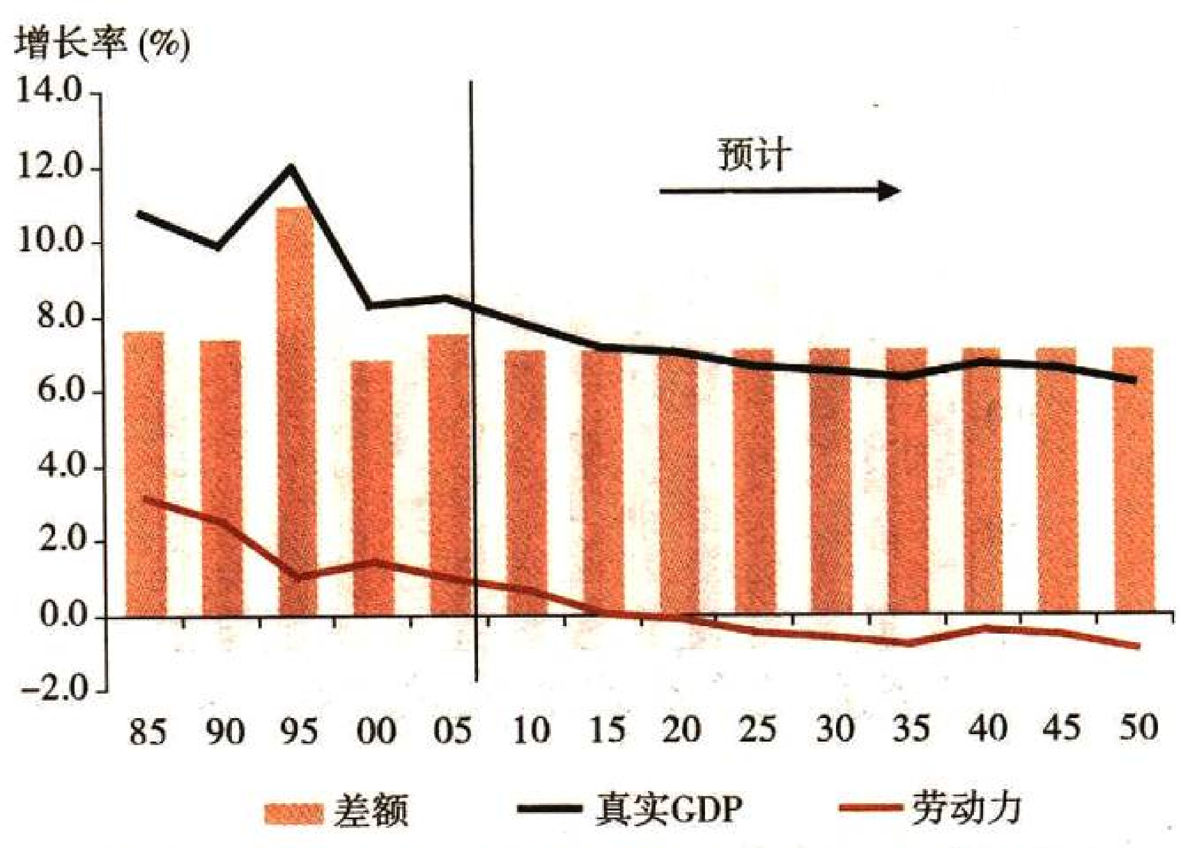


图69　中国的人口增长与经济增长——人均收入增长非常平稳，总量的波动与人口增长的变动几乎完全一致

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

如果说，中国农村的“有效”富余劳动力已经所剩不多，那么，中国未来几十年的经济增长必然会和劳动力的增长保持一致。大陆的劳动力当然还会继续将从农业中转移出来，进入制造业和服务业，但已不再是零成本的了。而且，即使劳动生产率——也就是真实人均 GDP——保持每年 7% 的快速增长，GDP 总量的增长速度也将在 1985～2030 年之间减少大约 4 个百分点，或者说，差不多每 10 年减少 1 个百分点。平均的年真实增长率将从 20 世纪 80 年代到 90 年代早期的 10%，在中长期逐渐降低到 6%～7%。

这一估计的真实性如何？中国的中长期经济增长前景还要受很多因素的影响，本书的第五章将对此进行详细探讨，但基本的结论是近似的。在图 69 中，我们假定未来的真实劳动生产率的增长速度保持不变。一方面，过去 20 年的增长部分是得益于劳动力的重新配置，大量农村劳动力进入城市，因此，随着人口流动的减缓，未来的增长率可能还要降低。但另一方面，随着银行体系的好转以及经济私有化的进程，在未来几十年里，资本配置的情况有可能得到改善，从而提高增长率。

综合来说，与亚洲的邻近经济体（日本、韩国、台湾和东南亚国家）相比，中国在经济增长方面的成绩可能会逊色一些。以其占全世界 GDP 总量的比例来测算，大陆从 20 世纪 90 年代以来的增幅比亚洲其他地区在 20 世纪 60 到 70 年代的表现明显要慢，而现在出现的人口结构的变化又意味着中国很难在未来后来居上（参见图 70，详情见本书第六章）。

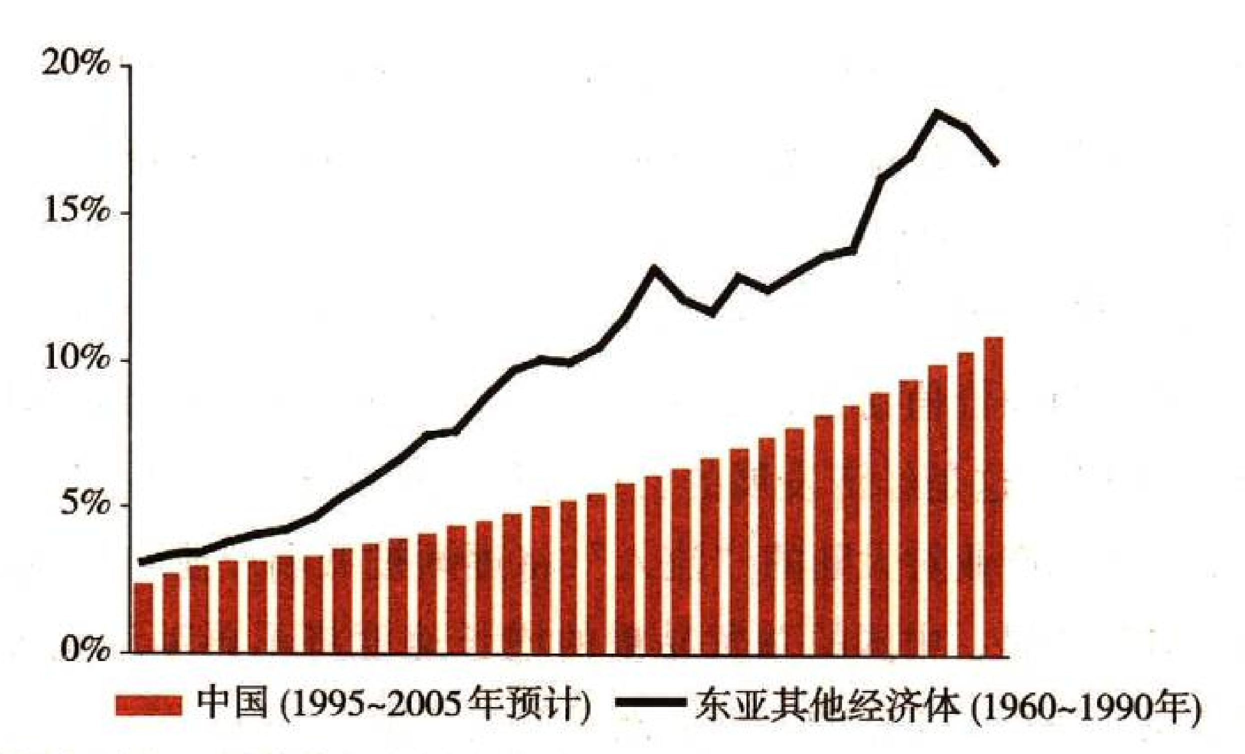


图 70　中国大陆与亚洲其他经济体在全球 GDP 中所占份额的变化——并不比后者更出色

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

竞争力前景

这同时还表示，中国对外贸易高速扩张的时日也已经屈指可数了。在过去 15 年里，大陆的出口增长速度一直高出本地区其他经济体 8 ~ 10 个百分点，原因在于它是低端的劳动力密集型的纺织、玩具、家用电器、电子工业组装产业外包的主要受益者。如果说有什么区别的话，那就是外包过来的速度要比亚洲四小龙在 30 年前的速度更快（参见图 71）。

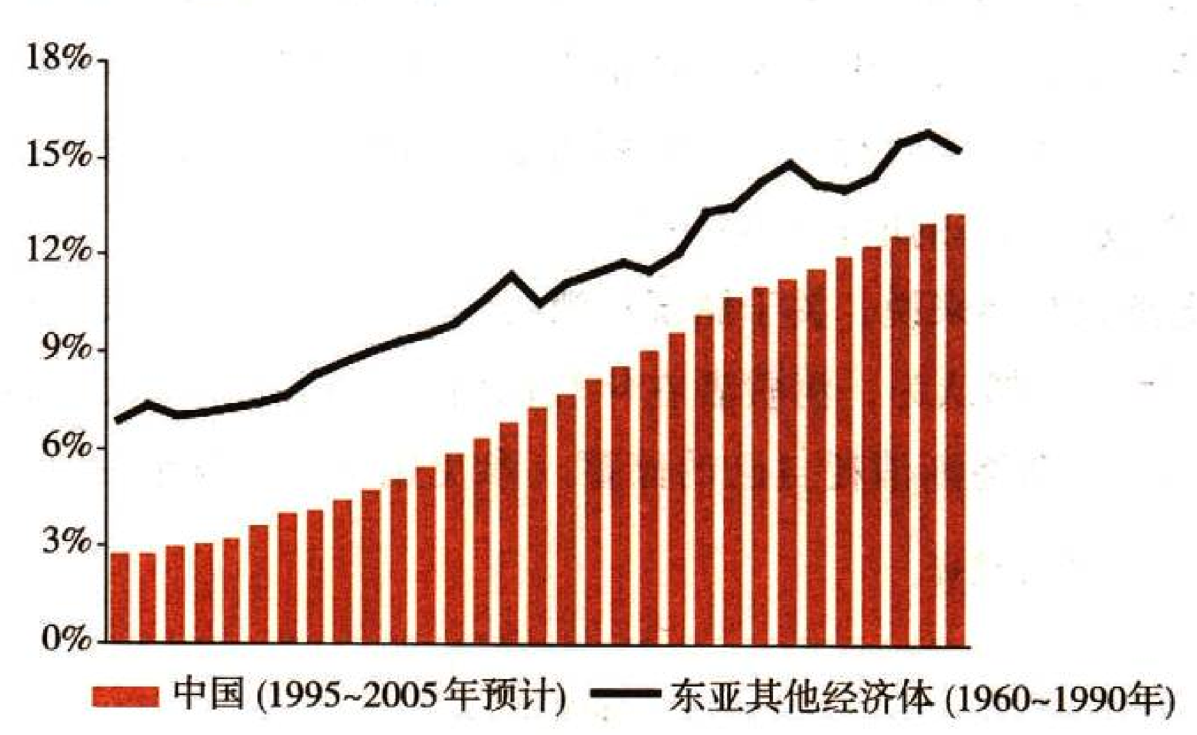


图 71　中国大陆与亚洲其他经济体在全球贸易额中所占份额的变化——中国的速度优势将逐渐丧失

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

未来 5 年，我们还将看到快速的外贸增长，特别是随着纺织品配额的放宽，中国在服装市场的地位还将迅速加强。但是，出口加工业即将面临工资上涨的压力，年轻的农民工移民将减少，最终必然使中国放弃低端的劳动力密集型产业，而转移给越南、印度和印度尼西亚等国家。

这一切不会立刻发生，即使在未来 3 年，从事出口加工业的劳动力的月工资

从80美元提高到110美元，也不会对总体产生太大的影响。特别是，中国还有一些现成的优势，例如基础设施良好，靠近供应商等。但如果工资成本攀升到每月200美元以上，产品竞争力承受的压力就会明显加强了。

中国可能采取的应对办法是，转向电子工业和其他有中等技术要求的产业，增加在这些产业的附加价值份额，如先行的亚洲经济体过去所做的那样（第六章将对此有全面论述）。这是经济发展的自然过程，是发展成功而不是失败的标志。但这也表示那些外包产业对大陆的“流入”将逐渐被低端产业向其他国家的“流出”所抵消。其后果是，中国的总贸易量的增长速度将不再远远超过其他国家，中国将逐渐还原为一个“正常的”的亚洲式的经济体。

中国的消费繁荣？——未必

在本章结束之前我们还有最后一个问题：人口的老龄化会对国内消费产生哪些影响？毕竟，大陆经济的增长目前主要还是以高储蓄率和高固定资产投资率拉动为主，而根据经济学原理，老年人将储蓄得更少，消费更多。

但我们对此结论并不确定。首先，过去10多年的投资增长速度或许的确快于消费——但这并不表示企业的支出增长快于居民家庭。实际上，我们在后面的第五章里将谈到，在中国的投资增长中，有相当大的部分来自与家庭相关的开支，例如汽车和住房等，这表明中国大陆的消费者或许并不像外界所认为的那样有着过高的储蓄率。当然，我们对中国的消费增长前景依旧表示乐观，但这是否会在未来10年显著改变总体的增长趋势并不确定。

对一个老龄化社会来说，关于储蓄和消费的主流理论（“永久收入”假说与“生命周期”假说）都认为，消费者在年轻的时候会借款，在收入高峰的时候会储蓄，在退休后又会逐渐消耗自己的储蓄（参见图72）。因此在理论上说，退休

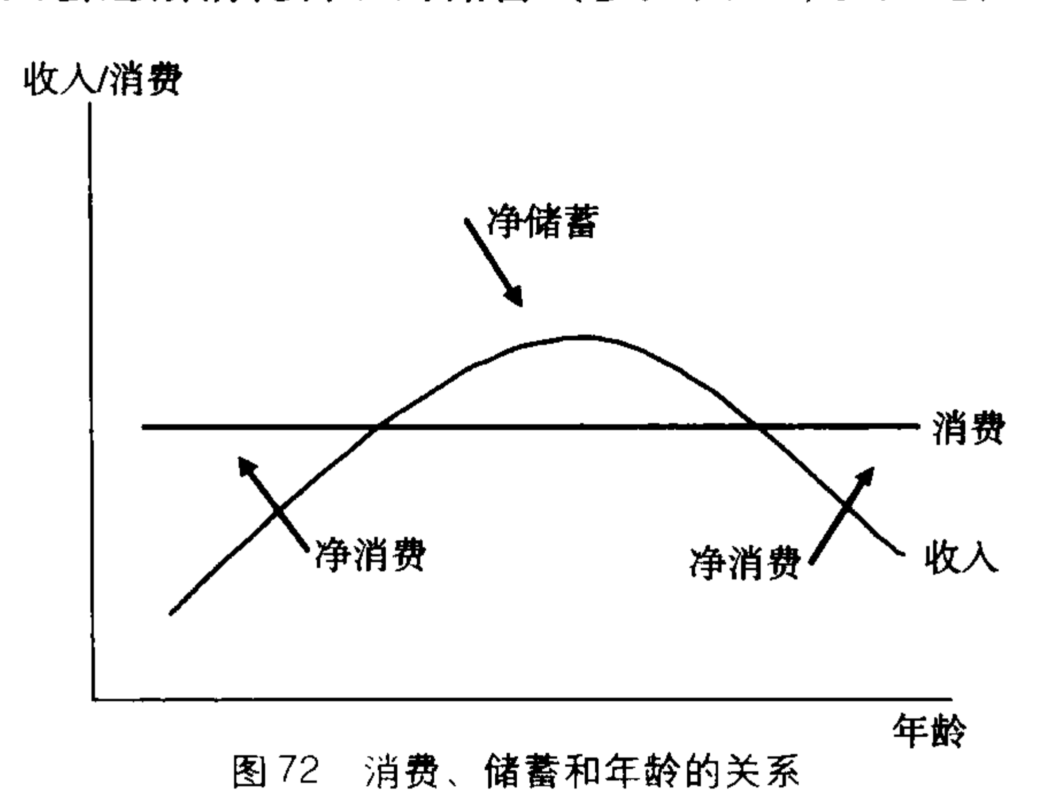


图72　消费、储蓄和年龄的关系

资料来源：瑞银证券。

人员的增加将意味着消费的增加。

但实际情况是这样吗？的确，退休人员的数量是在增加，但另一方面，儿童的数量又在减少，这对实际消费行为的影响还不肯定。实际上，随着大陆人口的平均年龄到20世纪80年代的28岁提高到2050年的46岁，人们或许会认为，中国正在步入储蓄的高峰年代。

从现有的其他证据来看，消费支出会相对增加的假说可能会得到支持。例如在日本和韩国，随着资产结构的成熟和人口的老龄化，在过去二三十年以来，固定资产投资占GDP的比例保持了比较平缓的走向（参见图73和图74）。这表明储蓄率和消费增长速度会变得更加稳定，同时并没有出现明显的“消费繁荣”，因为那会把储蓄率和投资率降到更低的水平。

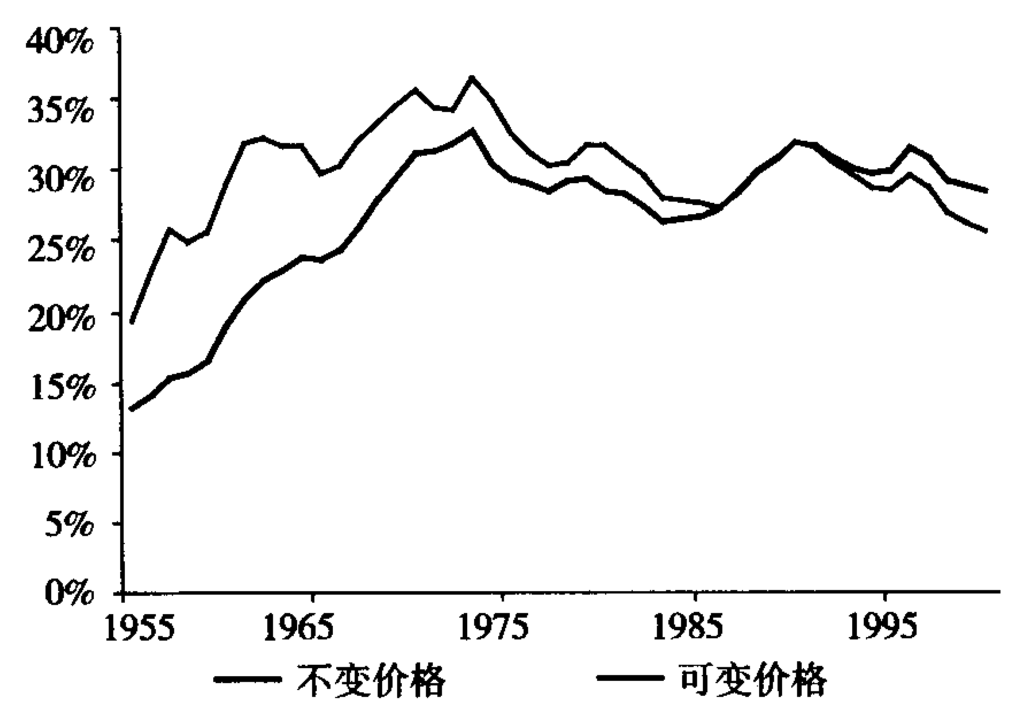


图73　固定资产投资与GDP的比例（日本）

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

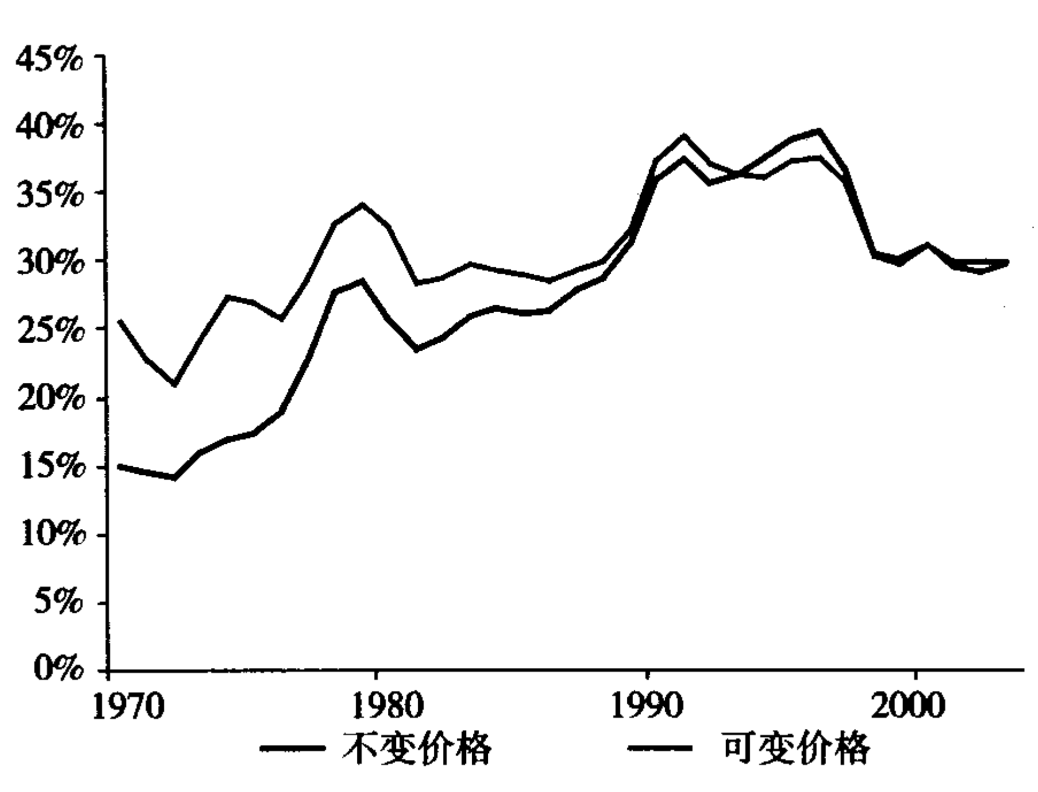


图74　固定资产投资与GDP的比例（韩国）

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券的估算。

走出银行困局

概论：关于中国银行体系的五个误解
中国的银行体系——深刻的变化与隐含的问题
银行危机——缘何隐而未发?
银行业的未来——是喜是悲?
前方的路——改革蓝图
拯救国有银行
私有化、自由化与其他趋势
尾声

中央政府依然牢牢控制着整个金融部门，各级政府与地方银行机构依旧保持着密切的联系。这导致银行的不良贷款率上升，并加剧了宏观经济的扰动，使中国成为东亚地区景气波动最剧烈的经济体。

但从现金流的角度来看，中国的银行却有着很强的流动性，甚至有巨额的盈利……

中国的银行正明显得到改善，最大型的国有商业银行也正在积极改革。改革应按照如下的顺序依次实施：首先是补充资本金，然后是私有化，最后是自由化……

概论：关于中国银行体系的五个误解

在有关中国经济的话题中，恐怕没有哪个话题能像银行体系那样能引起如此多的疑问、误解和争执。有的研究者认为，大陆的银行丝毫不讲信贷规则，不断把大笔资金注入毁坏价值的经济活动，完全没有被挽救的可能，金融危机的爆发迫在眉睫。其他人则指出，不良贷款的情况正得到改善，市场环境也在好转，中国的银行正在脱离险境，它们有希望和跨国竞争者实现平等竞争。对于多数投资人而言，他们似乎也认识到中国的银行体系并没有立刻崩溃的危险——但对其长远的发展前景依旧心怀疑虑。

那我们的看法呢？笔者认为，中国大陆的银行体系远非不可救药……而且将逐渐得到改善。实际上，除了小规模的农村信贷机构以外，到2010年之前，中国的银行体系有望回到基本健康的状况。对于中国的银行体系，人们普遍有如下五种常见的误解：

1. *中国正在滑向金融危机。*

我们并没有看到中国有发生金融危机的迹象，不管是在近期还是在远期都如此。主要的国有银行在理论上还存在资不低债的情况，但它们保持着良好的流动性，金融业的整体经营环境也提供了稳定而有力的支持。简单地说，银行不会面对资金窘迫的困境。同时，我们下面还将详细讨论，新增贷款和经营管理的质量正得到改进，政府也已经开始注入新的资金来帮助清理原来的呆坏账。

2. *在过去10多年以来，银行体系没有得到任何改善。*

许多评论说，最近两三年的信贷过热显示，与20世纪90年代早期的情形相比，中国的金融体系实际上没有得到任何改进——这种判断其实错得离谱。在下文中我们将逐一指出，几乎在每个指标上，中国都取得了明显进步：从宏观经济调控到银行的财务状况，从外部的监管到金融机构的内部治理。我们将看到，银行的现状在客观上比过去任何时候都好得多。

3. *银行已经完全具备独立经营的能力。*

然而，银行体系的好转并不意味着中国的银行已经完全做好了参与市场竞争的准备。首要的一点是，几乎所有的大型金融机构目前还是完全国有或大部分国有的，它们的高层经理都是公务员式的、被政府任命的官员。这样的结果是，银行的信贷行为还不能脱离政府的影响。在我们看来，私有化是今后唯一的出路，

必须从外界引进所有者和经理人员。其次，银行的报表上依旧留有大量的坏账，政府还需要提供帮助，重新注资。只有完成这些改革之后，政府才有可能放松利率管制，给市场化的竞争创造空间。

好的消息是，中国当局对这些情况非常清楚，并且自2003年以来迅速调整了自己的政策。政府为银行注入了大量资金，积极推动银行股份的出售和战略投资人的引进，并开始了放松利率管制和开放金融渠道的长期工程。

4. *中国政府没有财力挽救自己的银行。*

我们将指出，消化不良贷款以及充实资本金的任务其实并非特别严峻，需要的资金总额可能不到年GDP的20%。还有，许多注资甚至不会体现在政府的财政开支上，因为目前的多数注资都是由中央银行进行的，或者是动用外汇储备，或者是直接增加货币发行。另外，出售国有银行股份换来的收入可以帮助支付改革的直接成本。最后的结论可能会令许多人感觉意外，那就是清理中国银行体系的坏账可能不会给宏观经济带来任何负面影响。

5. *在中国彻底履行WTO有关协议后，外国银行的竞争将使本国银行举步维艰。*

到2006年底，中国的银行业将对外资实现完全开放，不过这样的威胁其实是最大的假象之一。原因很简单，中国大陆已经是世界上银行业竞争最激烈的国家之一了，而且，除了大城市以外，并没有太大的市场空间留给新加入的金融机构。这样的结果是，外资银行的兴趣将主要集中在收购战略上，它们将倾向于购买那些有未来成长潜力的现有金融机构。或者说，到2007~2008年，中国的大型国有商业银行要面对的主要竞争对手与今天不会有太多区别。

叙述的思路

与其他课题一样，我们对中国银行体系的论述不会是面面俱到的。完整的回顾与分析可能需要数百页的篇幅，许多关于金融机构本身的重要问题最好是交给更擅长微观分析的金融业研究团队，而不是像本书那样专注于宏观层面的讨论。对此问题有深入兴趣的读者可以参阅本章后面提供的部分参考文献。

我们关注的焦点围绕着银行体系与宏观经济之间的关系：银行的经营状况是在得到改进呢，还是正变得更糟？政府是否在积极采取措施解决现存的问题？清理银行不良资产的成本会有多高？私有化的措施是否可以奏效？本章的总体安排如下：第一节对中国的银行体系的发展进行简短的回顾，并描述目前的实际情况；第二节将讨论导致银行积累下大量不良资产的原因；第三节将分析银行体系财务表现的不同指标；第四节对整个清理成本进行估算；最后将讨论国有银行的私有化计划以及整个金融体系的前景。

中国的银行体系——深刻的变化与隐含的问题

历史回顾

对今天的许多评价家而言，有个事实应该是很让人吃惊的，那就是在短短15~20年以前，中国大陆的银行体系可以说还基本上不存在。直到20世纪80年代中期的时候，中国还没有真正意义上的商业银行。在新中国成立以后，只保留了极少数金融机构，它们的角色不过是充当财政部的帮手，根据国家的预算计划向生产性企业投入资金、收取存款，并发挥会计记录的作用。

20世纪80年代，中国开始了建立现代金融体系的重要转折。首先是取消了事实上的单一银行体制，使中国人民银行逐渐脱离了企业金融职能，向国家的中央银行转化。其次，政府把企业的收支从政府预算中剥离出来，要求企业到商业银行那里去争取运营资本和投资资金。还有，“四大”国有商业银行——中国银行、中国工商银行、中国建设银行和中国农业银行——开始了从部门性的金融机构向全国性的商业银行的逐渐转轨。当局还鼓励发展小型的信贷合作社，为农民和小企业的融资需要提供服务。

90年代，银行业务的发展出现了高潮，特别是在1991~1995年的经济泡沫高涨时期。一些规模更小的新型商业银行加入了争夺存贷款的竞争，它们绝大多数同样是由政府控制和支持的，信用合作社也成了推动信贷规模增长的重要力量。随着开放的深入，外资银行第一次进入大陆的金融市场。1989年，流通中的资金存量（包括现金和银行存款）约占年GDP的75%，到2000年已经达到了150%以上。不用说，在一个由政府主导贷款流向、银行缺乏独立信贷决策的自主权和风险控制经验的大环境下，这段时期里发放的贷款最后有相当大的比例发生了质量问题（下面我们将更详细地讨论这个现象）。

自1996~1998年的经济滑坡之后，当局变得更重视银行体系的质量，而不只是数量上的指标。政府从1998~1999年开始为国有银行重新注资，近来又开展了新一轮增资，其范围更加广泛。中国的金融监管部门在10多年前才刚刚建立，而如今它们的力量和经验已大为丰富。它们不再无限制地推动建立新的金融机构，而是果断地关闭与合并了一批出现问题的非银行金融机构，并且把小型的、分散的合作社合并成了规模更大的商业银行。

这样的结果是，与20年前相比，大陆的金融体系要远为多样化，竞争也激烈得多。除了四大国有商业银行和三家政策性银行（农业发展银行、进出口银行以

及国家开发银行）以外，大陆还有12家股份制商业银行、108家城市商业银行、超过400家开设有分支机构或代表处的外资银行，以及3万多家信用合作社。同时，至少在理论上说，绝大多数商业银行今天都装备了现代化的经营工具，包括规范的会计制度、风险管理和信贷控制办法等。

政府的角色

然而，上面的成就并不表示中国的银行已经与西方发达国家的同行处在一个水平上了。事情还远不是那样，以国际标准来看，大陆的金融机构还存在相当多的不利因素。

首先，直到今天为止，政府依然牢牢控制着整个金融部门。图75显示的是截至2004年底的银行业的市场结构。从中可以看到，四大国有银行控制着全国一半以上的银行资产、贷款和存款。如果把国有政策性银行计算进来，那么7家最大的国有金融机构将占有全部银行体系大约65%的市场份额。如果不是过去5年里所采取的政策性救助措施，帮助消化了2 750亿美元以上的不良贷款，这个比例还会更高（参见下文的详细论述）。

（单位：10亿元，至2004年12月）	资产	贷款	存款
全部金融机构	31 927	19 186	2 4212
国有商业银行与政策性银行	20 155	12 787	1 4684
中国银行②	3 519	1 788	2 672
中国工商银行②	5 872	3 712	5 030
中国建设银行②	3 983	2 354	3 272
中国农业银行②	3 915	2 516	3 300
农业发展银行	899	762	165
其他存贷款机构①	1 967	1 655	244
其他商业银行	7 001	4 073	5 236
股份制银行和地方银行	4 762	2 894	3 713
合资银行和外资银行	514	255	126
城市商业银行	1 725	924	1 396
城乡信用合作社	3 281	2 077	2 894
财务公司及其他	1 490	249	1398

图75　2004年底中国的银行产业的市场结构——被政府牢牢控制

注释：贷款数据包括对非金融部门的债权，但不包括政府的数据。

存款数据包括对非金融部门的债务。

① 包括国家开发银行、进出口银行、信托投资公司和租赁公司。

② 2004年底瑞银证券的估计，根据人民银行的调查进行了调整。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

还有，我们要记住，其他许多银行和合作社也并非真正的私人机构。如果把政府机构和国有企业间接持有的股份计算进来，那么在大多数更小的商业银行中，政府都占据着控股地位，信用合作社本身也是地方政府推动建立的准政府金融机构。

第二，在讨论国家所有制的时候，我们的意思不是说政府只是消极地持有股权。考虑到中国特殊的历史背景以及政府对经济的强大影响，许多人依旧把银行视为代表官方的金融机构。中央政府或许正努力建立一个有效率的商业化银行体系，但省市和基层政府与当地的银行机构依旧保持着密切的联系，银行经理人也仍然被视为公务员。最近几年频繁发生的金融腐败案件就证明，官僚化的银行经营体制存在严重的激励机制的扭曲。

政府的控制产生了很自然的结果，银行把主要的资金都借给了国有机构——而私人经济部门没有获得同等的待遇。在本书第一章里，我们就已经介绍过，尽管国有企业只占中国经济总量的28%，却获得了将近一半的银行贷款，以及整整2/3的非农业商业贷款。参见图76。

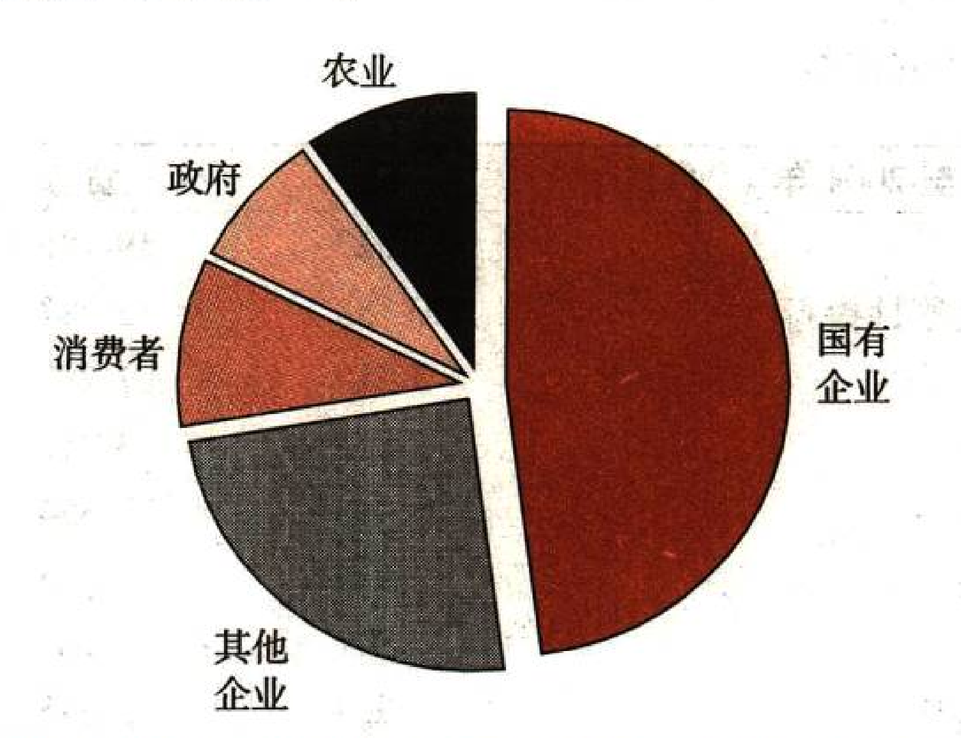


图76　2003年中国的银行贷款去向——国有企业占有非农业商业贷款的2/3

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

第三，我们在第一章里已经看到，中国是东亚地区经济波动最剧烈的经济体之一。如果排除1998年（亚洲金融危机高潮）那一年，中国大陆的震荡幅度将是最大的——它更接近于一些小规模的开放程度极高的经济体，如新加坡、香港等，而不同于印度或日本这样的规模比较大的邻国（参见图77，它显示了过去25年亚洲各经济体的名义GDP增长率波动的标准差，按照人口规模排序）。在过去20多年里，中国经济不断出现内生的景气与萧条的循环。

在这个运动过程中，银行体系发挥了关键的作用。政府还掌握着主要的金融机构，直接控制着资本的价格（通常是通过人为地保持低利率），并提供了隐含的

保证，即政府将为银行的坏账损失承担最终的责任。在这种情况下，银行的经理人与借款人都会出现过度追求风险的倾向，因为资本的价格比较便宜，而且政府总是会出来弥补损失。同时，这种情况也让政府承担了直接监督和控制国有银行经营状况的义务。并且在实际上，每当中央政府的政策变得比较谨慎时，银行的表现通常来说都还可以。但是当政府采取扩张性的促进增长的立场时，监督就会相对放松，经济就不免出现过度投资的倾向。

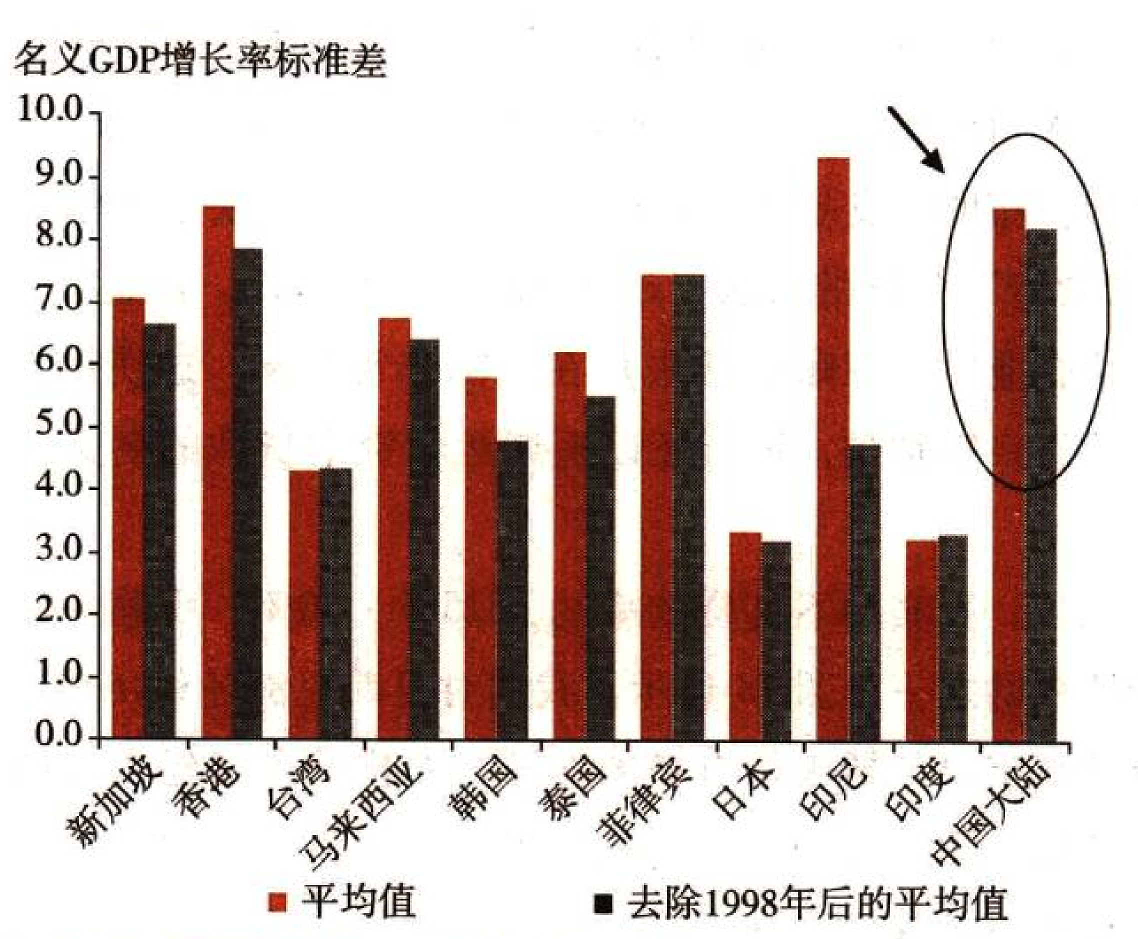


图 77　亚洲主要经济体过去 25 年的经济波动幅度——中国大陆非常特别

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

不良贷款问题

在这种大环境下，银行发放的许多贷款最后会成为呆坏账，也就不奇怪了。中国银行监督管理委员会的报告说，国有商业银行与股份制银行在 2004 年底的不良贷款比率达到了 13%，而信用合作社的比率更高，可能高达 23%，外资银行的比率更低。这些数字表示，金融体系的整个不良贷款率大约为 14% ~15%，或者说，在整个贷款总额的 2.3 万亿美元中，坏账约为 3 000 亿美元。

这个数字看起来已经很惊人了——但很有可能是，真实数字还要大得多。各种市场评级机构、国际咨询组织和研究人员所做的一些独立市场调查纷纷指出，中国目前的商业银行的不良资产率可能在 25% 左右（国有银行的更高，股份制银行更低），小型的金融机构可能超过 30%。如果这些估计属实，那么整个不良贷款的总额可能超过 5 000 亿美元。

为什么会出现这样大的差异？我们需要注意的是，市场评估的数据比官方数据高，这在发展中国家是个普遍的现象，对于银行问题严重或者国有制比例高的

经济体尤其如此。

还有，这种情况在中国还受到另外两个附加因素的强化。首先，尽管在过去10多年中，会计工作的规范化已经有相当的改善，但银行经营严重依赖于各个分支机构，而小地方的审计质量和可信度都值得忧虑。特别是，地方机构上的银行经理们还受到业绩考核的强大压力，他们有着人为抬高贷款质量的倾向，这也会让最终报告的坏账数据偏低。

其次，国有企业的整体负债率依旧非常高，这表明许多企业虽然能够按期归还贷款利息，却无力偿还本金。这将使真实的“受损资产”（impaired asset）的数量远远超过目前公布的不良贷款的价值，因为后者只反映了无法按期偿还利息的部分。另外，“常青”贷款的做法（Evergreening of loans，就是以贷还贷，银行提供新的贷款，让企业偿付旧账的做法）在中国非常普遍，这使得人们难以准确测量资产的损失状态，特别是，银行还以短期运营资本贷款的名义发放了许多长期投资贷款。

如果我们承认，真实的不良贷款率约为25%～30%，那就意味着中国的银行体系是亚洲最糟糕的之一。图78显示了我们对目前亚洲各经济体的不良贷款比例的估计，这里的数字只包括银行自身的坏账，而排除了已经重组的债务以及转移给了专业资产管理公司或其他非银行机构的债务。从中可以发现，中国的银行坏账比例至少是最接近的其他经济体的两倍。

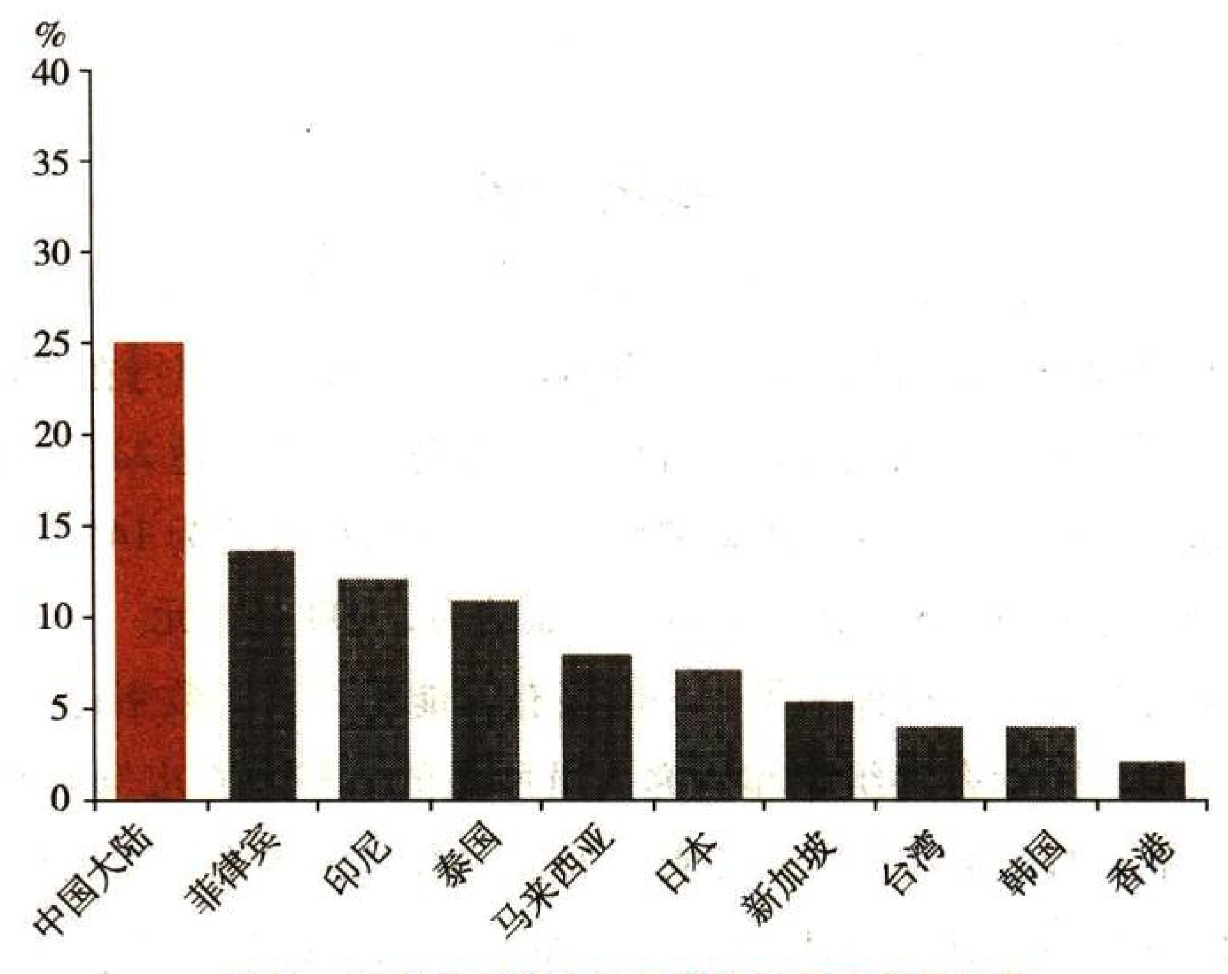


图78　亚洲主要经济体目前的银行不良贷款率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

即使加上已重组与转移的贷款，来重新审视我们对历史上的不良贷款高峰数

据的估计，中国还是最高的国家之一，与印度尼西亚并列（参见图79，我们将在下文中进一步讨论对历史数据的估计）。

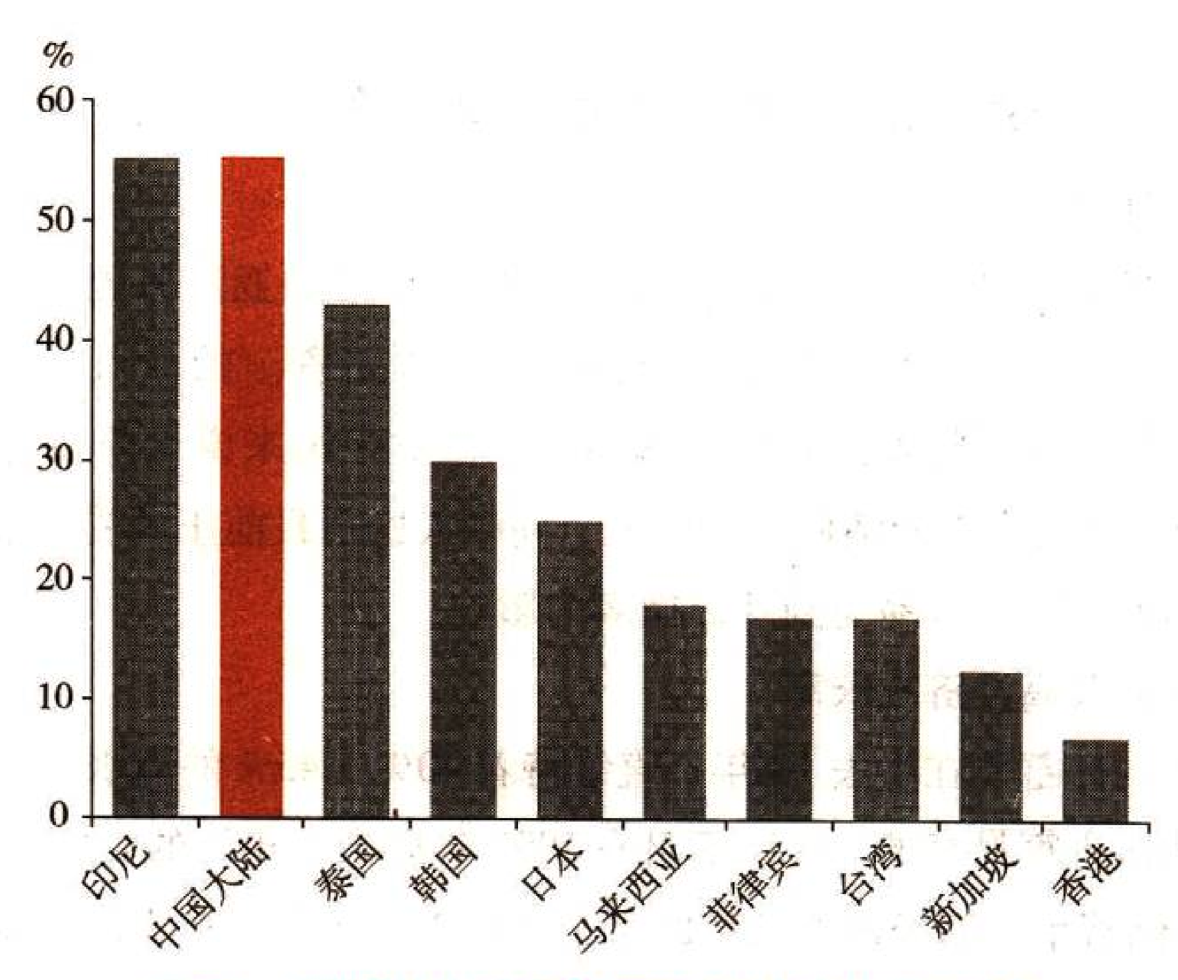


图79 亚洲主要经济体银行不良贷款率的历史峰值

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部以及IMF的估算。

银行危机——缘何隐而未发？

很自然地，我们必须回答本章第一个主要问题：既然中国大陆的银行在过去10来年里有着如此之高的不良贷款率，那中国为什么没有像印尼、泰国或韩国那样，爆发深刻的危机呢？要知道，在世界范围内，各发展中经济体在这段时期里已出现过数十次类似的危机了。在一些小型的金融机构，例如信托公司、投资公司和证券公司，以及城市商业银行的经营中，中国也遇到过类似的企业破产带来的麻烦，而且在过去几年，中国的主要商业银行也发生过若干丑闻与人事变动——但归根到底，大银行始终没有出现发生系统性危机的苗头。这究竟是怎么回事？还是说，危机正在地下酝酿，随时都有可能爆发？

答案很简单：尽管有着如此高的不良贷款率，尽管从技术层面上讲，中国的银行可能已经资不抵债，然而它们却有着很强的流动性——而且在多数情况下，从现金流的角度来说它们都是有盈利的。任何国际金融方面的专家都很容易证明，银行遭遇危机的主要原因在于其流动性，而不是资产负债状况。从银行体系的各种特征来看，很容易解释中国为什么在过去可以避免危机……以及在未来也不太

可能爆发严重危机。总的来说，存在如下五大支柱，它们保护了中国大陆的银行体系免受系统性危机的困扰。

保持银行流动性、避免危机爆发的五大支柱

控制资本外流

与大多数发展中国家——特别是1997～1998年时的亚洲各国——不同，中国有着非常严格的资本账户管理体制，限制了证券投资资金的流入与流出。当然与任何经济体一样，这样的管制是存在漏洞的，但对中国来说规模相对较小（参见图80）。由于普通储户不能随便兑换外汇，同时人民币目前正承受着很大的升值压力，所以中国的银行不容易受到外资撤离的影响。

高储蓄率以及高经济增长率

中国的国内储蓄率在过去10年一直维持着40%～45%的高水平，这样的数字即使在亚洲地区也算最高的之一。而且自1990年以来，年均的真实GDP增长率超过了9%。高储蓄率和高经济增长率的组合意味着，每年都有大量的新的流动性资产在国民经济中产生出来。

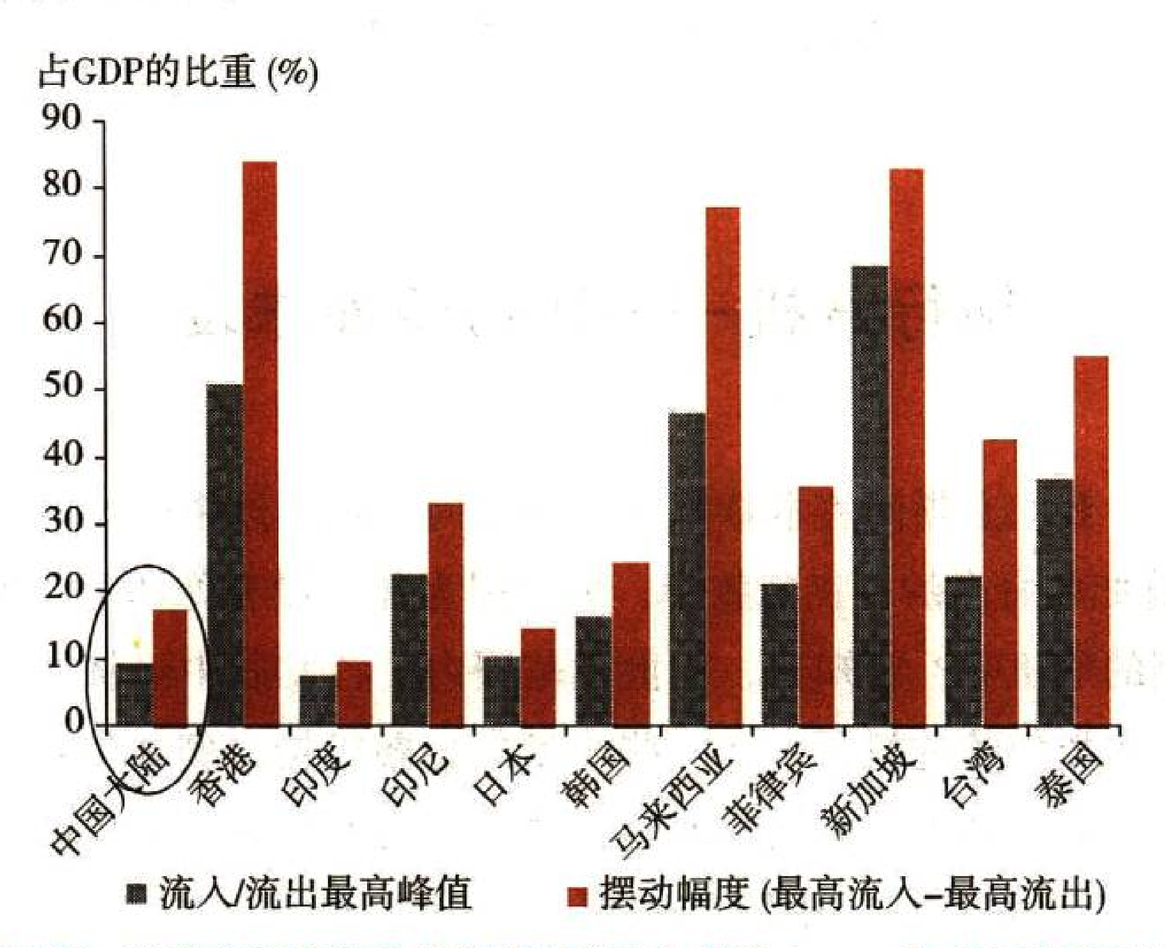


图80　亚洲各经济体境外证券投资基金的流入——中国的规模不大

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

限制其他金融渠道的发展

为了确保主要的流动资金进入银行为主的中介体系，当局对其他金融渠道采取了正式或非正式的限制措施。例如，对企业发行股票和债券实施限制，导致直接购买这些金融工具的资金从来没有超过GDP的2%，而银行则可以年复一年地吸纳相当于年GDP 20%的新增储蓄（参见图81）。中国还对银行业内部的业务发



展进行了积极限制，通过许可证要求与资金来源等限制小型商业银行的业务规模，更不用说历史上曾经长期禁止外资银行的经营了。

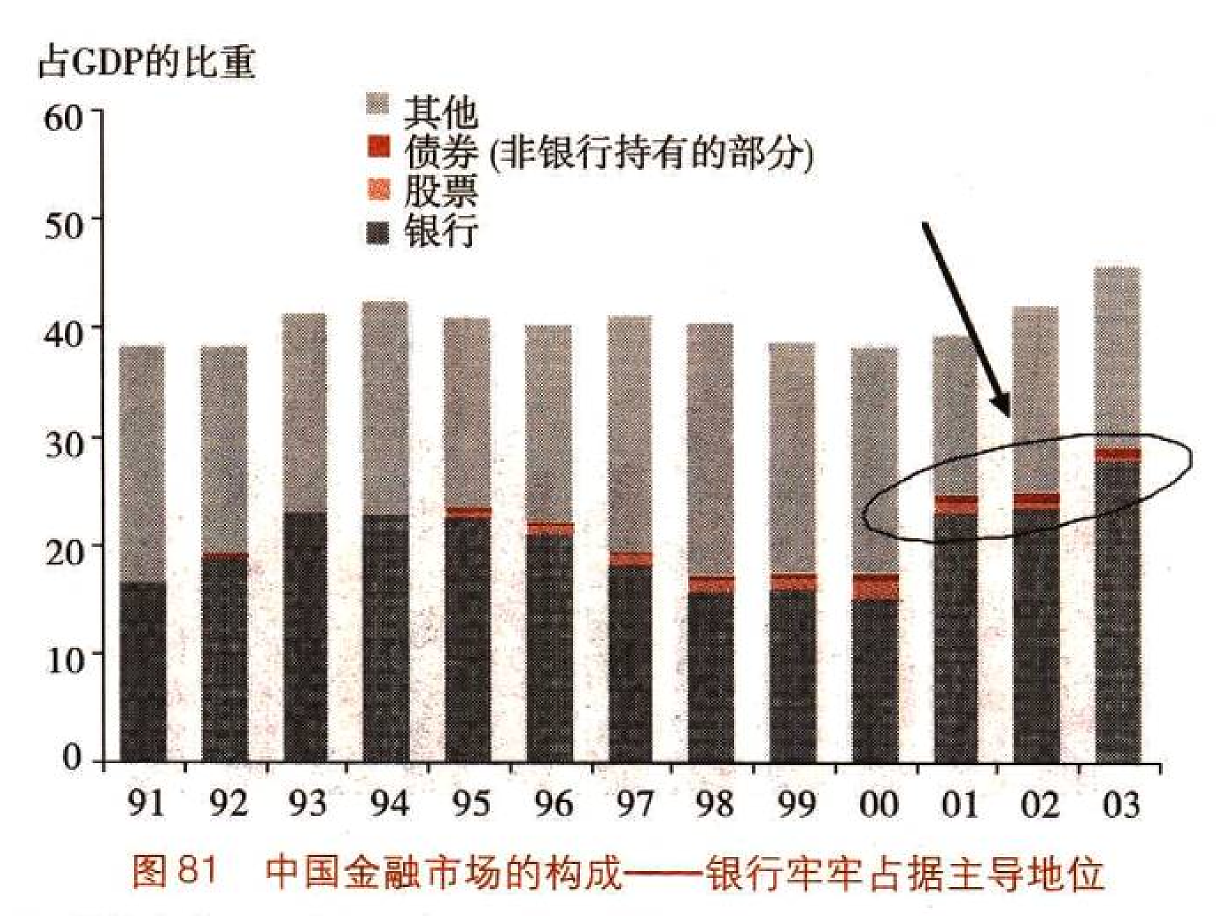


图81　中国金融市场的构成——银行牢牢占据主导地位

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

直接的利率管制

与亚洲其他主要经济体都不同，中国的中央银行直接控制着商业银行的利率水平。直到2004年以前，存贷款利率水平基本上都是固定的，没有浮动空间。到2004年1月，银行贷款利率的最高限制被取消，但银行依然不能发放低于指导利率水平的贷款，或者把存款利率水平提到限制水平以上。

实际上，这意味着中国的银行得到了有效的价格保障，贷款利率可以保持在高水平，而存款利率很低。不过，中国的银行每年的名义资产收益率（即没有根据坏账水平进行调整的）大约只有5.3%，按亚洲邻近地区的标准（该地区平均为6.11%）来说并不怎么样。同时，大陆的存贷款利率之差也只比亚洲的通常水平略高一点而已（参见图82）。

然而，对银行的流动性而言，真正起作用的因素是贷款利率与存款利率之间的比率，而不是它们的差额。其原理如下，我们假设有两家银行，银行A的贷款利率为10%，存款利率为5%，而银行B的贷款利率为6%，存款利率为2%。银行A的贷款利率为存款利率的2倍，这表明，如果出现50%的不良资产，那么它的净利息收入将降到0。而银行B的贷款利率为存款利率的3倍，这样即使它的不良贷款率达到66%，依然可以产生正的现金利息收入。或者说，与银行A相比，银行B更不容易受到流动性问题的困扰（但银行B的存贷款利率之差却要小于银行A）。

事实也的确如此，请看图82，中国的存贷款利率之比当然是该地区最高的，

我们计算的结果接近3.5倍。这有助于解释为什么在历史上最高的不良贷款率有可能超过50%的情况下中国的银行依然不至于发生流动性危机。

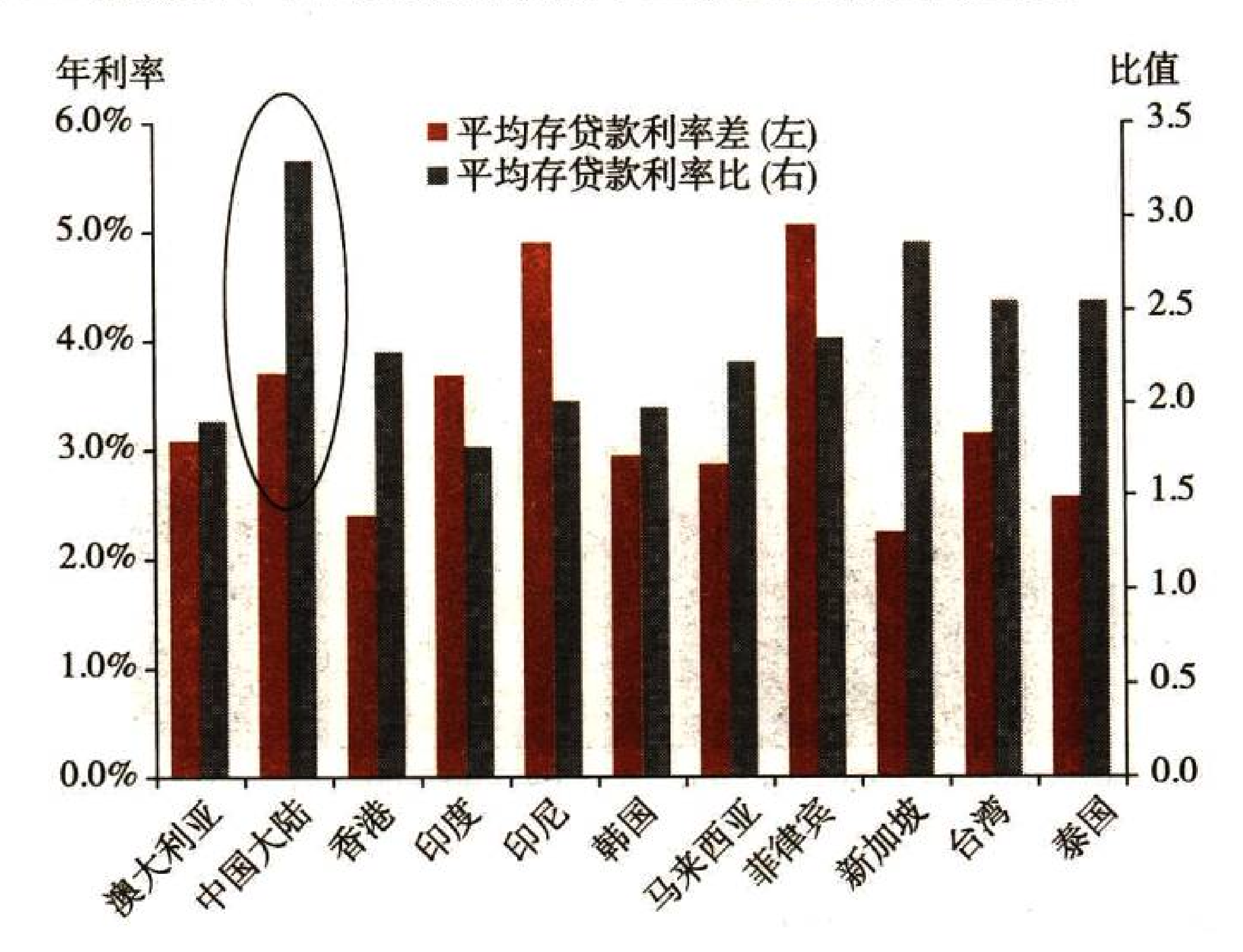


图82 亚洲主要经济体的存贷款利率差和存贷款利率比①

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

上面的案例显然是过于简化了，也不能用来说明中国的银行就比其他国家的金融机构更容易盈利。特别是，国有银行的工资成本非常高，单位收入对应的分支机构和人员的比例比亚洲其他经济体高很多，在费用等非利息收入方面又远远落后于其他国家的同行。然而，原理是很清楚的：存贷款利率之比越高，银行就越有能力应对高不良贷款率。

政府提供了隐含的担保

中国大陆并不存在正式的存款保险制度，但是考虑到四大国有商业银行的巨大规模和国有性质，储户们总会觉得把钱存在那里应该是令人放心的，国有银行也的确还在继续吸收居民和企业的大部分新增存款。还有，比较小的金融机构曾经发生过支付危机，这些事件的处理结果显示，人民银行通常会快速介入，提供足够的现金支持以防止系统性的危机扩散。

未来——五个支柱能永远存在吗？

以上是中国过去为什么没有发生系统性银行危机的五个原因，以及今天也不会

① 除中国大陆以外，图82中的数据均来自瑞银证券的地区银行研究团队。贷款利率根据公开的不良贷款率进行了调整，存款利率反映了平均的债务融资成本。

出现金融动荡的理由。那么，未来的情况会如何呢？这些支柱还可以存在多长时间？

我们认为，这些支柱当然不会永远存在——但是在未来数年中还将发挥作用。在近期内，中国并不存在爆发危机的风险，这也意味着大陆的银行业有宝贵的时间，可以及时解决自己的结构性问题。

有一种政策举措可能导致银行体系的整体风险出现显著提高，那就是突然开放资本账户，把投资外流的限制全部取消。这样，居民和企业储户就可以自由地向外转移资产，他们很有可能选择那些更有实力、财务状况更好的外国金融机构。然而，政府已经表示，这方面的步骤还是会非常谨慎。尽管中国正在放开国内企业在海外的直接投资，减少旅游业的外汇流出的限制，以及有限度地允许保险基金和投资基金走向海外市场……但是一般的国内投资者并没有这样的机会。我们预测，即使在10年以后，资本账户的全面开放将依然是未来时。

另外一种更令人不安的情景是，储户们可能放弃国内的银行体系，把新增的储蓄转向其他资产，如股票、债券和房地产等。毕竟，中国大陆经济如今的货币化比率已经是全世界最高的之一，银行存款已经高达年GDP的180%——而且过去几年以来，当局也在积极推进新建住房与二手房交易、公司债券工具以及基金管理业的发展。但另一方面，从以上的图81中可以看到，所有这些潜在的吸纳储蓄的投资工具的起点都非常低，即使它们在未来几年可以实现高速成长，银行依然有大量的存款扩张的空间。

最后，我们注意到政府已开始放松对利率的管制，但并不令人意外的是，这些政策措施有利于银行在短期内提高盈利率。存款利率的最高限依然存在，而贷款利率的最高限制已经在2004年初取消。随着银行体系内的流动比率的降低，平均的公司借款利率也会相应提高。我们相信，存款利率的最高限制最终也会取消，这无疑将压缩银行的盈利空间——但是，这样的改革会来得更晚，以便让国有银行有机会改善自身的财务状况，做好应对外来竞争的准备。

银行业的未来——是喜是悲？

就目前情况而言，还行。中国的银行体系的确有着严重的资产质量问题，但依靠着强大的官方政策的扶持，它们可以获得改善业绩的宝贵时间。我们的下一个问题是：银行是否能抓住这样的机会？它们是否比以前更适应市场环境？它们看到未来的风险了吗？新增贷款的质量与过去相比如何？

如果只从宏观数据来看，人们或许会认为与20世纪90年代早期相比，如今的情况并没有得到多大改善。从2003年以来，中国又一次爆发了银行贷款和投资的过度膨胀，整个经济又受到了资本错误配置和生产能力过剩的困扰——银行是否将又一次负责最后买单，以不良资产的剧增宣告本次周期的终结？

但实际上，具体的研究却说明情况并没有那么悲观。首先，从已有的各种指标来看，最近的经济过热远比20世纪90年代的泡沫来得更小也更短，这充分证明，宏观经济调节的工具与技巧在过去10多年里有了长足的进步。银行肯定还会发生新的不良贷款，但目前出现的不良贷款的相对比例肯定要比前一次高峰时小得多。

在其他方面，商业银行体系同样取得了很大长进。要知道，今天我们以为理所当然的金融监管体系在20世纪90年代早期时还可以说完全不存在。银行正在建立信用记录数据库，借款人的质量在客观上也有了改进。

这些并不表示中国的银行已经从根本上解决了结构性的问题，而且实际上，许多去大陆金融企业的各个分支机构办事的人可能会有这样的印象，不知道自己是否又回到了计划经济时代，因为国有银行的许多部门还保持着非常机关式的工作作风，还受到来自政府的各种压力，要它们为特定产业和特定项目提供资金支持。这些遗留现象都是可以理解的。银行问题最核心的部分还是所有权问题，它的彻底解决还有待时日。

然而，我们对上面那些问题的最终答案是积极的——中国的银行体系很明显正在得到改善，好转的趋势还在加速，而不是越来越糟。作为证明，我们归结了反映银行体系健康状况的六个指标，它们都是从世界各国银行体系发展的实践经验中总结出来的关键因素：

- 不良贷款的规模
- 政府干预的程度
- 宏观经济调控的质量
- 放松管制与结构调整
- 内部管理的质量
- 所有权与私有化

对中国的评价结果显示在图83里。这里的评分是根据我们掌握的资料与分析，加上主观判断做出的，下面还有进一步的解释。“0”代表最糟糕的结果，“10”代表国际上最先进的水平。可以看到，在过去10年中，中国的银行业几乎在每个领域都得到了改进，而且在多数指标上改进的幅度还不小。中国的银行按照国际标准来说当然还有不少差距，但它们正在朝着正确的方向前进。

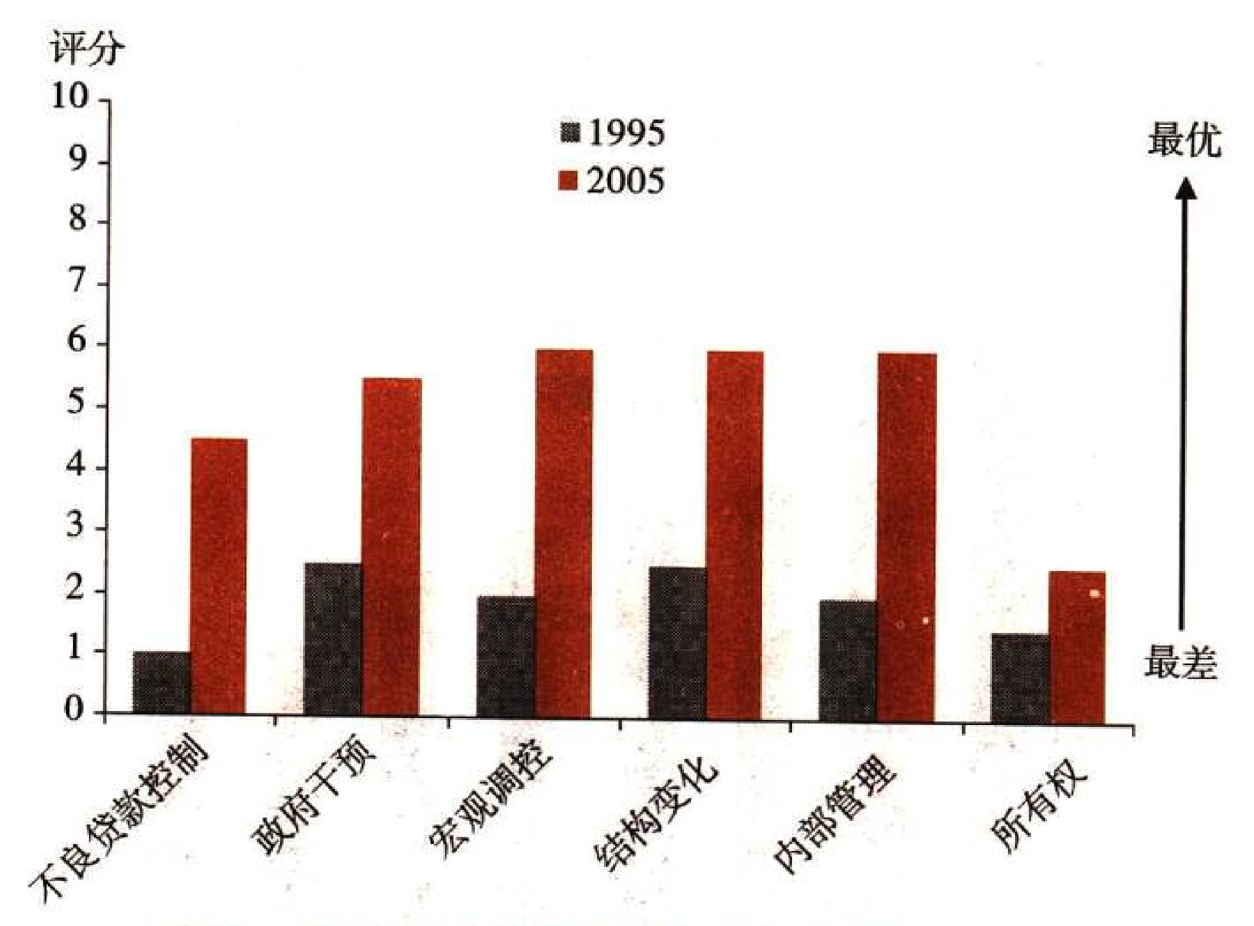


图 83　中国的银行体系在过去 10 年得到了明显改进

资料来源：瑞银证券研究部的估算。

不良贷款

大量的不良贷款将从如下几个方面危害银行体系：首先，它们会直接降低银行的利润与现金流；其次，让新的资金资源继续投入不良资产，产生所谓的“持有成本”（carry costs）；第三，使银行更容易受到宏观经济中负面打击的影响，提高了整体的经营风险。

我们在前面介绍过，市场人士估计，中国现有的银行体系的不良贷款占总贷款的比例大约为 25% ~30%。这个数字固然很大，但请记住，它也一直在下降。在上次经济泡沫破灭以后的 1996 ~1997 年，市场人士曾估计，不良贷款已经超过了总贷款的一半以上。我们自己的研究团队也认为，那些年的不良资产比率可能高达 55% ~60%，从那以后，这个比率已经下降了将近一半，参见图 84。

这样大的下降部分要归功于政府主导的坏账清除工作，但也只是部分而已。从图 85 中可以看出，新增贷款中发生的不良贷款的比例也或多或少在持续下降（在本章结尾的附录部分，我们将介绍新增贷款的质量得到改善的背景），这反映出银行的经营环境在客观上有了显著改进，其中的原因正是下个小节的主题。

在此之前，先简单看看官方公布的数据。就在 20 世纪 90 年代后期，中国官方还没有系统的关于不良贷款的估计数据，国有银行通常报告的坏账率非常低（大约只有 5% ~7%），这反映出老式的贷款分级系统缺乏效率，以及以贷还贷或其他掩盖财务问题的手段十分常见。

过去 5 年，情况有了巨大变化。政府对国内经济增长有了更强的信心，也更加关注改善银行透明度的问题，因此开始鼓励银行提供更精确的资产质量报告。从

2001年开始，国有银行采纳了五级贷款分类系统，这种做法已基本上与国际标准一致。而且下面还要讲到，银行在改进内部会计和报告体系方面也有了明显进步。

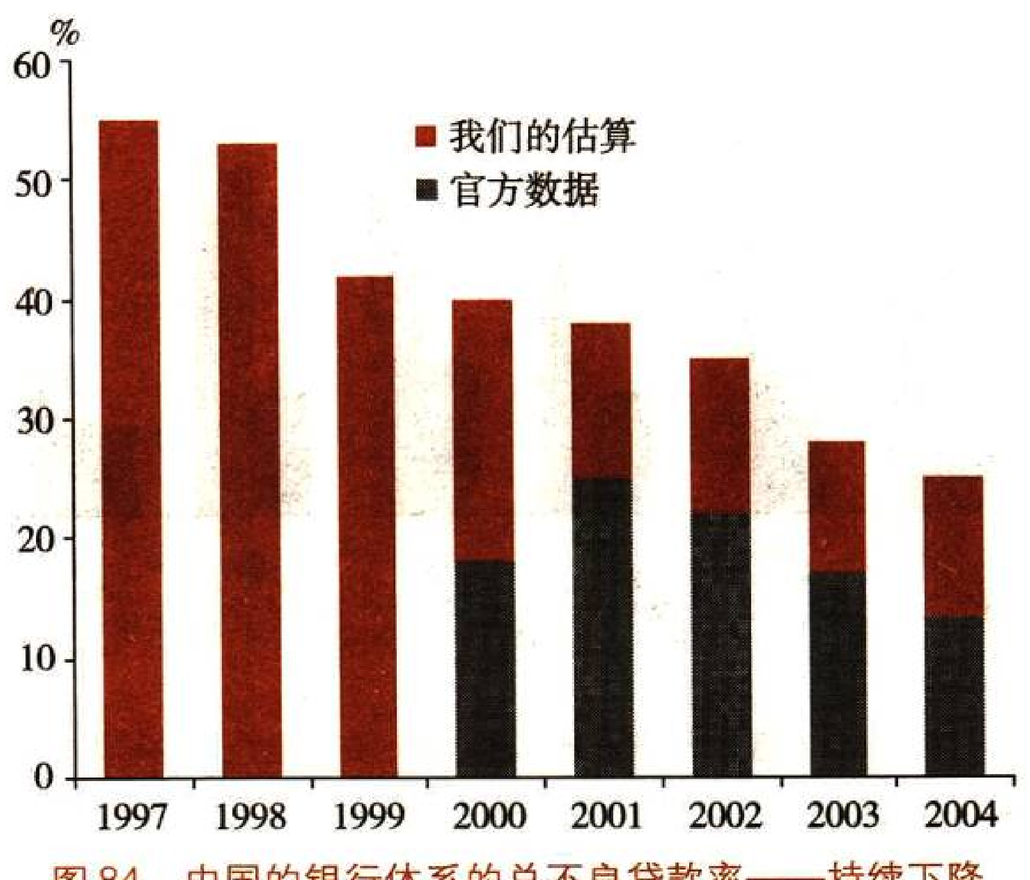


图84　中国的银行体系的总不良贷款率——持续下降

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

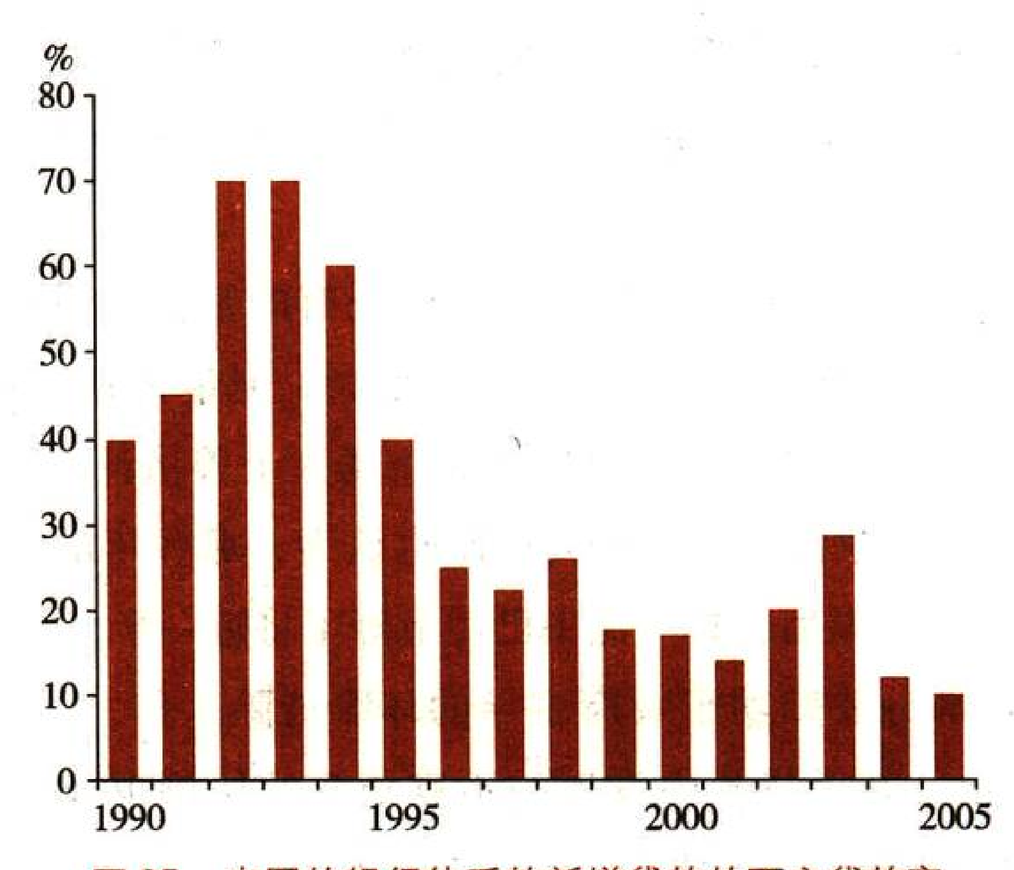


图85　中国的银行体系的新增贷款的不良贷款率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

目前的结果是，各商业银行已经在定期向银行监督管理委员会报告自己的坏账数据，最近的公开数据显示，到2004年底的不良贷款率为13%。当然，我们估计真实的坏账率会更高，原因已经有过介绍，但官方数据的质量很明显正在持续改进。

政府干预

政府对资源配置的控制以及利用银行发放准财政性质的贷款，几乎总会导致

资产质量低下，这在中国是再清楚不过的事实了。商业银行体系毕竟是在20世纪80年代起步的，中国政府当时正在把对生产性企业的预算分配的职责转移给银行，而具体的行政流程则几乎没有任何改变。那时，国有银行的角色与财政机构确实没有什么两样。同时，即便是在20世纪80年代和90年代早期，当准私人性质的集体企业和其他非国有企业得到飞速发展以后，银行还是继续根据国家计划和政策把主要的贷款送给国有经济部门。

然而，在过去10年事情有了显著变化。首先，与90年代中期相比，国有企业在整个银行贷款中所占的比例已经低得多了。前面的图76显示，我们估计中国的国有企业目前所拥有的银行贷款还占全部贷款总量的一半左右（以及2/3的非农业商业贷款）——但请注意，这个数字是根据贷款存量而不是流量计算的。10年前，在全部贷款存量中，国有企业所占的比例可不止48%，而是高达75%，甚至更多。这表明，从流量的指标来看，这个比例正在持续下降，今天可能只有35%~40%。

进步的原因何在？首先，部分是因为非国有企业、包括私有化以后的前国有企业所占的份额在迅速增长，部分是因为住房贷款和消费信贷的普及，部分是因为那些小型的、受政府压力更小的商业银行在积极扩大市场份额。

这些变化并不必然表示贷款质量会得到提高，而且，最近几年以来汽车消费贷款的惨痛经历也证明新的市场风险同样不容小视。实际上，我们还将指出，竞争环境的急剧变化有可能给银行业的未来造成伤害。但是有一点是明确的，即大部分银行贷款的去向已经不再由政府决定了。

其次，可能更重要的是，作为贷款客户的国有企业的质量也有了很大提高。在20世纪90年代中期的经济泡沫过去后，政府完成了关闭大批亏损企业、为国有企业瘦身的艰巨任务——这可不是简单的调整，而是涉及数万家企业关门、2 000多万人下岗的历史大事（参见图86，细节参见本书第一章）。其结果导致，剩下的国有企业的利润率在1997~2000年间有了迅速提高，并且一直保持着较高的水平（参见图87）。

同样，这也不能保证一切问题都将成为历史，因为银行还承受着地方政府的各种压力，要它们为失业金与养老金的支付、以及住房与教育开支提供资金支持——而且如上文所述，要它们继续给新的没有市场前途的建设项目提供贷款。但上述的成就表明，中国大陆的银行已经在很大程度上摆脱了其他发展中国家的同行正在经历的痛苦，它们不再需要年复一年为大型的亏损国有企业提供巨额资金补助了。今天，当中国的国有企业来向银行借款的时候，这些企业至少在现金流上基本上是有盈利的。

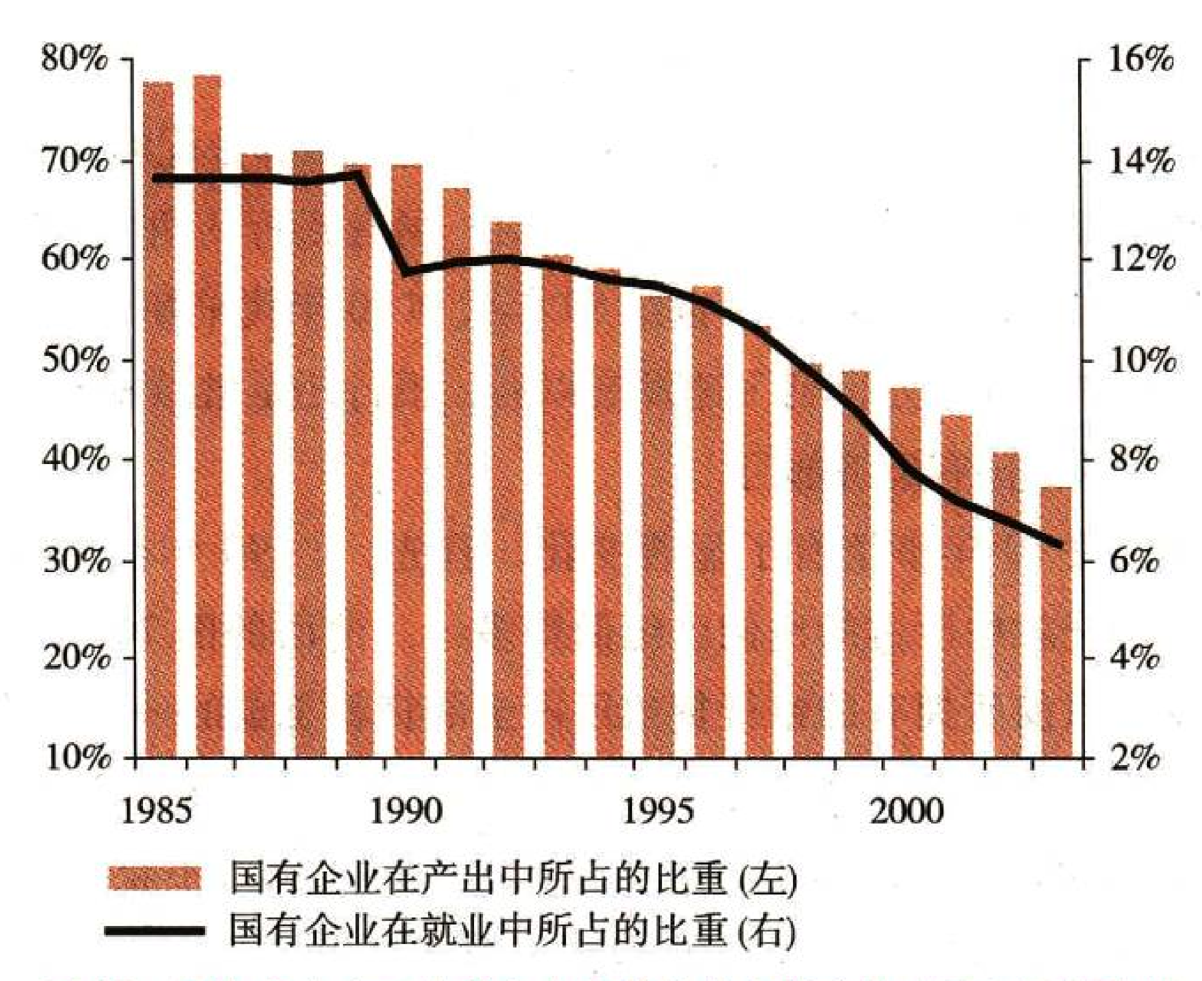


图86　国有企业在工业总产出和总就业中所占的比重在逐年降低

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

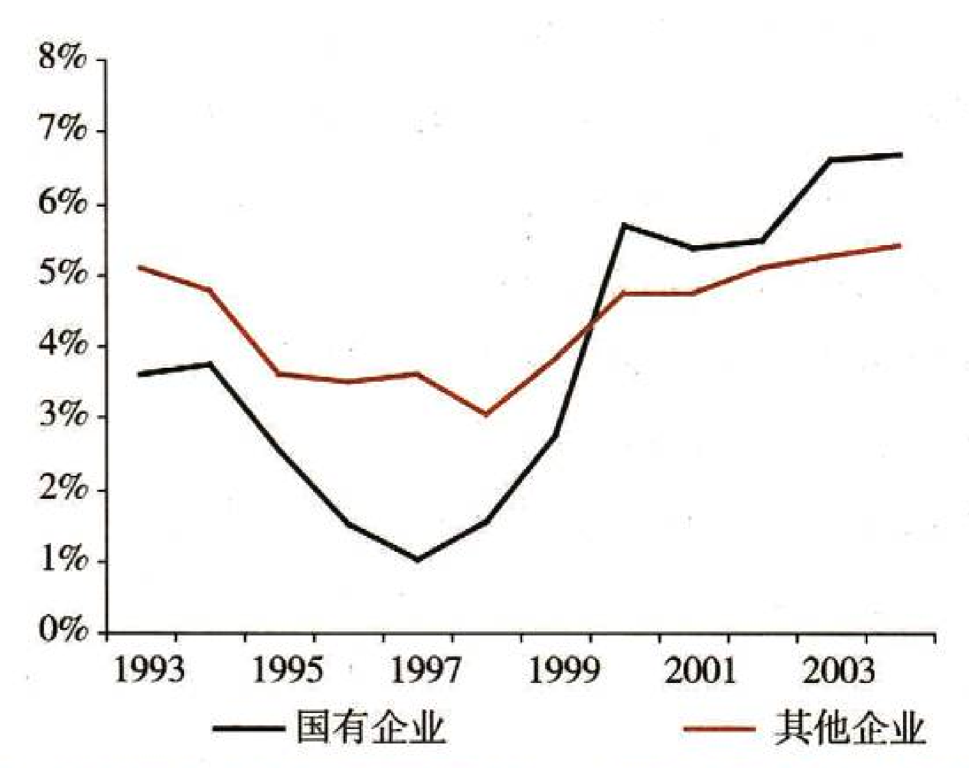


图87　中国工业企业的利润率变化——国有企业近来恢复了活力

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

宏观经济调控与流动性增长

如果看宏观经济环境，结论也是同样乐观的。在本书第一章里，我们曾经得到过一个重要的结论，即在正常年度里，中国的国有企业与银行通常不会通过准财政性质的贷款产生过量的坏账损失；但在经济过热时期，国有银行会向许多新建项目与产业不加区别地过度放贷，从而导致大量的坏账。

例如，在1991～1995年，中央政府基本失去了对宏观经济的控制，广义货币的增长速度在高峰时期达到每年60%，固定资产投资的增速更是达到每年60%以上（参见图88）。从上面的图87也可以看到，工业利润率随之下跌，整个国有企

业部门几乎陷入全面亏损（根据很多具体案例来看，的确发生了整体亏损）。

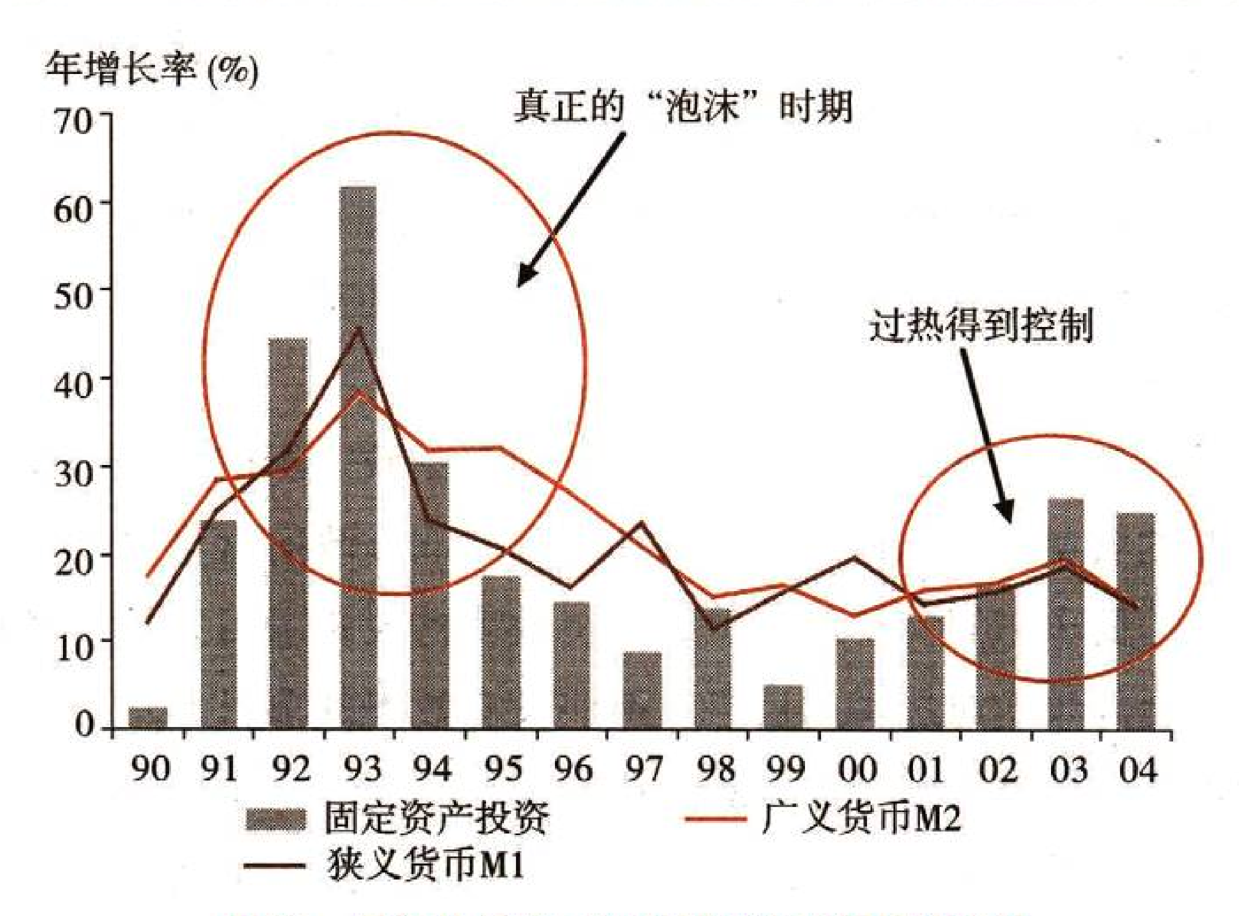


图 88　最近的经济过热有别于真正的投资泡沫

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

10 年之后，2002 ~ 2004 年又出现了信贷过速增长与经济过热的现象。与前一个高潮期相比而言，有了本质的变化吗？我们的答案明确无误是肯定的。从以上的图表中可以看出，在最近的经济过热时期，货币创造和投资增长的高峰速度都有所降低，大约只及 20 世纪 90 年代早期时的峰值的一半。在前一时期，消费物价的通货膨胀率达到了每年 25%，而 2004 年只有 6%。部分原因在于，中国政府这次采取行动的速度要快得多。在 90 年代早期，政府整整过了 4 年才采取紧缩性政策，而这次，人民银行自 2003 年中就开始收紧货币供应，在过热发生之后的第 12 个月就做出了反应。

宏观政策的效果有助于解释，工业利润率为什么在过去两年保持了不错的水平——以及我们为什么没有看到与上次周期类似的存货大量增加的现象。反过来这也证明，与上次周期相比，新增不良贷款的数量应该大大降低了（特别是其比例）。下面还会有详细介绍。

令世界各地的投资者们诟病的一点是，中国政府在处理宏观问题时更多的是依靠行政性的控制手段，而不是市场化的调节措施。特别是，中国仍在执行僵化的利率控制，这使得银行不能根据经济的实际情况来调节信贷价格。或者说，人民银行不能利用利率（这个中央银行最常见的武器）来调节波动周期。在许多评论家眼里，这样的缺陷表明在调控长期的需求压力方面政府注定要失败。

我们同意，人为地把利率固定在低水平上对中国的经济波动有着强烈的负面影响，但这并不表示政府就没有其他好用的市场工具，也不表明他们无法胜任自

己的职责。

首先，请注意中央银行既可以调整经济活动中货币的价格，也可以控制其数量——两者都是所谓“市场化”的调节工具。最近的过热并不仅仅是因为低利率造成的，同时也因为银行体系的流动资产过大。人民银行不能更多地调整资本价格，但是在最近的紧缩时期，他们很出色地降低了基础货币的增长率，从而减少了银行的流动性。

其次，请注意在一个有着大量国有经济和深刻政府影响的经济体里，利率或许并不是最好的宏观经济调控工具。例如，假如地方政府官员可以对本地的国有银行施加压力，要求它们支持那些没有经济效率的投资项目，那么简单地提高贷款的价格可能会导致逆向选择的后果。那些没有效率的项目并不关心能否偿还贷款，因此会继续申请借贷，而优秀的企业与项目反而会由于信贷成本的提高而受到损害。或者说，对于地方政府的行政压力，可能需要中央政府的行政压力才能加以约束。这也正是过去两年里我们所看到的实际情况，例如，中央政府采取了“窗口指导”（即中央银行对商业银行发出的总体信贷增长速度的约束）、部门投资限制以及其他的行政干预措施。

最后，我们已经介绍过，从2004年初开始，政府已经逐渐放松了对银行的贷款利率的限制。目前，商业银行实际上已可以自由提高贷款利率，只需要高于央行规定的基准利率即可。尽管商业银行的实际反应还比较慢，但人民银行的报告指出，到2004年底，商业银行的综合贷款利率水平已经达到6.5%，比一年前的水平提高了75个基准点。

银行的内部治理和外部监管

还有一个很常见的对中国的银行体系的批评，那就是这些机构根本不知道该如何发放贷款。从历史上看，这样的批评言之有理，大陆的银行在最近20年才开始作为独立的商业机构开展经营，而20世纪90年代早期到中期的惨痛经历也表明，它们的经营水平确实有待提高。

但是，这样的经营水平并非一成不变。在过去10年，政府和银行自身都在非常努力地进行重组，在许多领域改进了控制手段和业务流程。图89显示了中国传统的银行治理和监管体系，以及后来发生的变革。在20世纪90年代开始的时候，大陆的银行的内部治理结构还非常原始，监管部门也没有建立正式的风险监控体制。

此后出现了明显的进步：今天的中国银行体系有了更正规的、更好的装备，在许多方面已经比较像市场化的商业机构一般开展业务运作；中国已经有了积极的、有作为的监管机构；银行的季度和年度审计已成为惯例，大型银行已经采纳了国际化会计准则和风险管理办法，信贷记录和数据库已投入使用；银行职员得

到了远超过以往的培训；金融部门的统计数据比20年前有了高得多的可信度……

	以 前	现 在
企业组织结构	传统的国有企业的双重管理结构，经理层由政府任命，企业的党委同时发挥重要作用。资产的所有权关系不明确，没有具体行使所有权的特定机构。	大型国有银行已经实现“公司化”，改组成了股份有限公司，建立了正式的董事会。政府所有权关系更加明确，并开始进行私有化改革。
内部治理	地方政府直接任命银行分支机构的负责人，并且影响信贷决策。	人事权和大额贷款的审批权被总部集中起来。
财务制度	国有银行的会计准则和贷款分类制度都很原始。	已经采纳了新的会计准则和国际化的五级贷款分类制度，并建立了电子化的中央数据库。某些银行已经通过了国际会计师事务所的审计，其他一些也聘请了当地的机构进行内部审计。
风险管理	几乎没有经验。	进行了系统培训，但是在利率管制的市场环境下，实际操作的空间还不大。
政府干预	银行受到严格的贷款总量控制，贷款决策根据政府计划执行，各级政府对信贷的干预和游说非常普遍。	从1994～1995年开始，政策性贷款的功能已经转移给政策性银行，从1998年开始，信贷配额已经取消。某些大型投资项目还需要政府审批，但贷款决策是商业性的，经理人要对资产质量和盈利水平负责。但地方政府要求获得准财政性质的信贷的压力依然很大。
监管	由中国人民银行和财政部负责。	监管职能已经转移给中国银行业监督管理委员会。

图89　中国的银行体系在治理和监管方面取得了巨大进步

资料来源：瑞银证券研究部 。

如我们之前所述，这些进步并不表示中国的金融机构已可以和发达国家的同行们并驾齐驱。差距还很远，一些根本性的问题，包括国家所有权过多、政府影响过大以及行政命令式的贷款习惯等，在金融体系的影响依旧深远。在改进风险管理和对抗政府压力方面，银行还要面临许多困难，恐怕必须有强大的外部投资人的加入和更好的内部治理机制的建立才能带来根本改变。

管制的放松和结构性变革

有关的研究不断证实，银行业的放松管制以及结构性变革几乎总会带来风险的增加，无论是在发展中国家还是发达国家皆是如此——中国亦不例外。在投资泡沫时代，金融业的放松管制对于经济过热起了推波助澜的作用，许多新的金融机构纷纷建立起来。从图 90 中我们可以看到，在 1992～1996 年，大批信用合作社、小型商业银行和金融公司对流动性资产的增加起到了超出它们正常比例的作用。在 90 年代早期，这些机构所发放的总贷款所占的市场份额几乎翻了一番，从 12%提高到 22%，后面 5 年则基本保持了稳定。

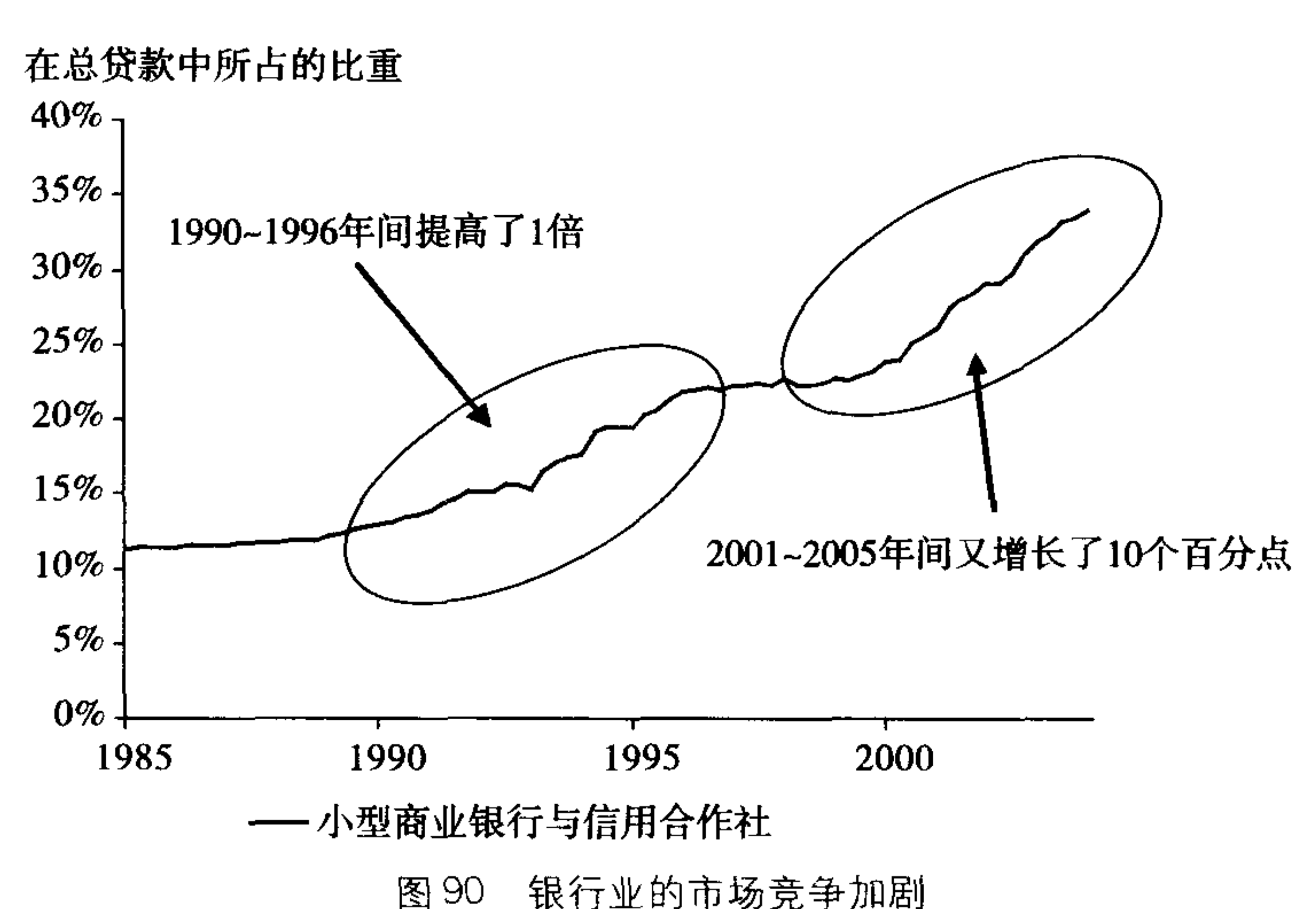


图 90　银行业的市场竞争加剧

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在 10 年之后，2002～2004 年同样是个贷款快速增加的时期，而且，小银行和合作社又一次当仁不让地成了排头兵。从 2001 年底到 2004 年底，它们在总贷款中所占的比例又增长了 10 个百分点，从 24%增加到了 34%（参见图 89）。

然而，这次信贷高潮与 90 年代的情况还是有两个重要的结构性差别。首先，90 年代的一个重要背景是新的金融机构的设立，许多信贷增长来自新兴的股份制商业银行、合作社和金融公司，它们基本上没有太多的商业经验，更不用说有关客户的长期信用记录了。

相反，最近几年的信贷扩张要更为可靠，因为政府已经关闭和整顿了部分亏损严重的农村信用合作社，大多数城市信用合作社也被合并成了城市商业银行，那些在 90 年代曾牵扯到诸多市场丑闻的信托投资公司发现，自己的贷款功能被严格限制和监管起来。进入 21 世纪后，新的金融市场的参与者主要是外资银行。在中国加入 WTO 以来，对外国竞争的限制开始放宽——不过我们将证明，这种所谓的“外资银行的威胁”其实主要是炒作。

另外，宏观经济的其他方面也表现得更为健康。即使有了运转良好、监管有效的银行体系，外来的突然冲击或破坏同样可能给经济带来严重问题。20 世纪 90 年代的经济泡沫破灭后，就也出现过这样的情况，如图 91 和图 92 所示，当时的中国工业利润率大幅下降，存货迅速上升，不可避免地要导致大量贷款成为坏账。

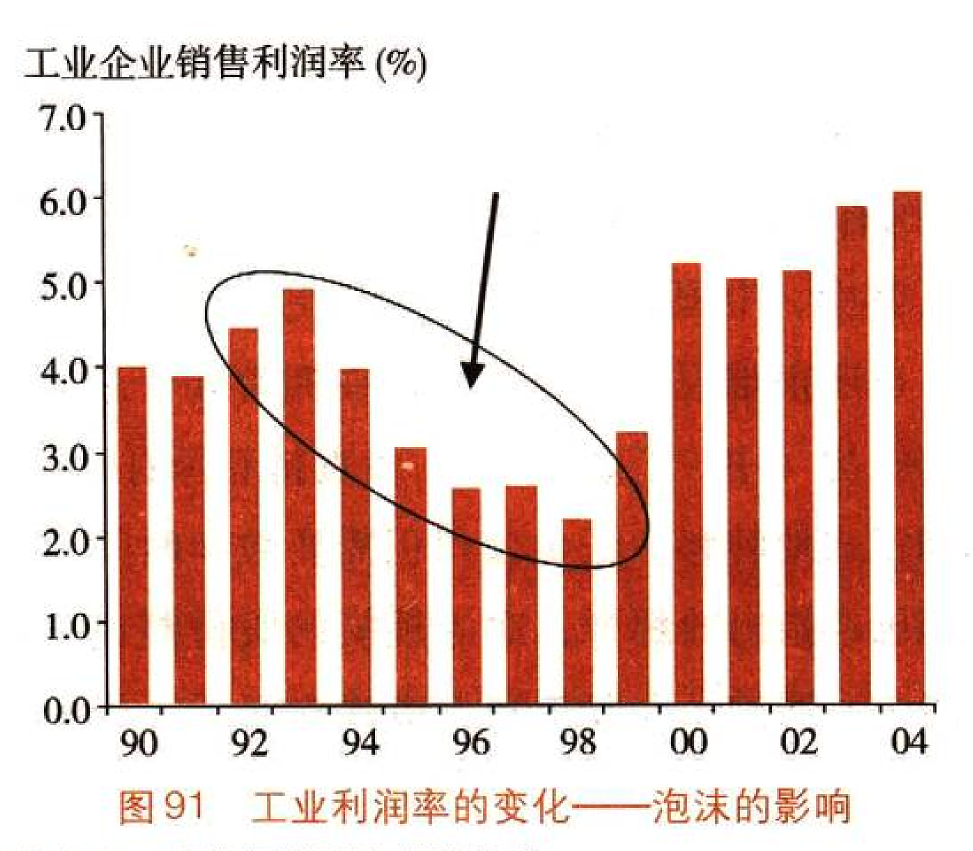


图 91　工业利润率的变化——泡沫的影响

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

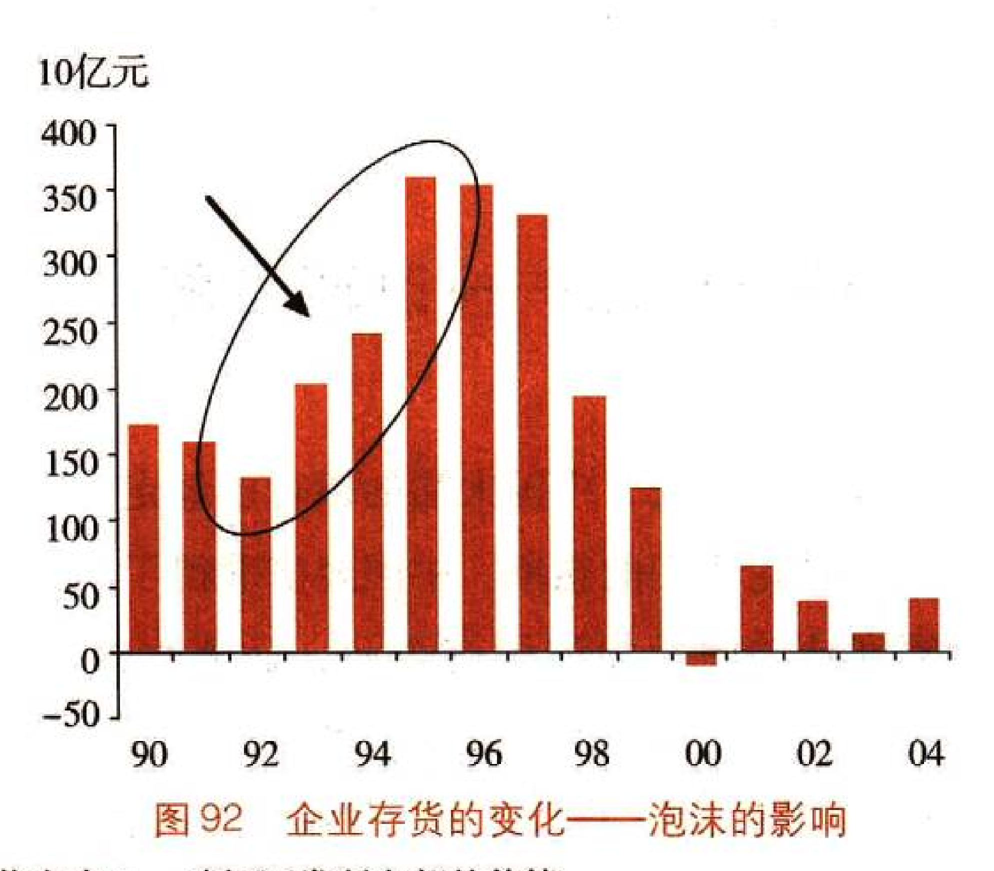


图 92　企业存货的变化——泡沫的影响

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

但 2004 年的数据显示，即使在 18 个月的紧缩性政策之后，企业的利润率依然比较高，存货的总量也没有明显恶化。直到 2005 年上半年，企业经营并没有出现明显的紧张迹象。或者说，在过去 10 年里，中国的整体经济效益已经有了很大的提高。

所有制问题

最后一个标准，也是非常重要的一个，涉及到银行的所有权问题。毕竟，你

尽可以改革银行的内部管理体制，提高外部监管水平，采取更先进的宏观经济调控措施，但如果银行的高层经理依然是由政府来任命，是公务员式的官僚，与地方和中央政府保持着密切联系，那么要从根本上改变银行做生意的方式就还是非常困难的。在中国，这正是过去20多年里经济不断发生过度景气波动的主要推动因素之一。

同时，这个领域的进步相对不那么令人瞩目。就在不久之前，中国的四大商业银行依然是100%国有的，最近才开始采纳现代化的企业治理结构，成立董事会以及独立的监事会（其中，中国农业银行的进步更慢，还处在组织改革的初期）。另外在政府体制内，也还很难说清楚究竟是谁在拥有和管理这些银行。中国已经成立了有特殊作用的机构（中央汇金公司），负责持有国有银行的股份，但目前这些股份还没有全部和正式地转移，汇金公司仍需要数年时间才能发挥强大的管理作用。同时，如我们已经指出的那样，次等规模的股份制银行虽然不是直接由政府拥有，但在它们当中，通过私人股东和上市建立起了正规的市场监督机制的也不多见。

令人欣喜的是，从过去两年以来，关于银行私有化的战略已经有了明显变化，当局加快了改革的步伐，我们下面将作详细阐述。

前方的路——改革蓝图

这里我们来做一番小结。首先，中国大陆的银行已经走过了很长的改革历程，其进步之大远远超过许多评论家们的想象。中国经济取得了一系列历史性的胜利，其中包括：（1）大幅度地关闭亏损的国有企业，显著改善了贷款市场的环境；（2）宏观经济调控大有长进，使国家得以避免再次陷入20世纪90年代那样严重的信贷膨胀与经济滑坡；（3）建立起了现代化的会计制度、风险管理工具与监管体系。

另一方面，中国的银行体系未来依旧任重道远。政府已开始注入大量资金，帮助消化不良资产，充实银行的资本金。但我们已经介绍过，金融机构的账面依然存积着相当多的坏账。同时，在文字上建立起国际化的会计制度和风险管理办法是一回事——很好地落实和实施则是完全不同的另外一回事。最关键的问题是，只要政府还是商业银行的最主要的所有者，负责贷款的经理们就不可能完全放弃公务员式的思维，银行就会继续屈从于地方政府与国有企业的压力，继续向那些缺乏效益的、错误的投资项目投入资金。最后，银行还需要更好的市场工具，特

别是灵活的利率体制，以便正确地反映风险的价格，以及创造其他形式的、非利率的费用收入。

应有的对策——以及中国的实情

那么，现在该如何行动呢？从上面的论述中，我们已经可以清楚，中国至少应该采取如下三个重要步骤：大力清理和冲销呆坏账，优化银行的资产质量；迅速为银行引进外来的股东和管理人员，推进私有化；全面推行金融行业的自由化。在我们看来，这些措施越早实施，对中国未来的发展越有利。但更为重要的是，改革应该按照如下的顺序依次实施：首先是补充资本金，然后是私有化，最后是自由化。

中国政府的实际行动怎么样呢？三年前，我们的回答是，政府还没有采取积极行动。官方还没有对进一步的坏账冲销进行认真讨论，相反，主要政策倾向是“不再为银行继续提供免费的午餐”。有关私有化问题的思考反映在1997年召开的党代表大会所制定的五年计划中，基本的意见是政府应该维持对主要金融机构的所有权。在资本配置的自由化方面，货币当局也只采取了最初级的动作。

但是，在新一届政府成立的24个月之后，我们已经感到眼前焕然一新，政府的思路和政策的进步之大令人难以想象。中央政府已经为补充银行的资本金投入了巨额资金，接下来还会更多，这是进一步的大规模私有化计划的前提，而该计划将涉及整个国有银行体系。同时，当局还加快了利率和资本账户开放的脚步。

时机——恰到好处？

对目前中国政府所采取的策略，最常见的一种批评意见是，中国的银行并没有什么实质性的改变，尽管它们有了不同的包装，但依旧是多年前的僵化的国有金融机构的翻版。如果这种判断是正确的，那么，今天给金融机构补充的资本金也就意味着浪费的继续，下一轮的坏账高潮必将把新注入的资本金重新吞噬。在这种环境下，卖掉国有银行股份的计划就远未成熟，因为私人股东的资金投入也将面临损失的危险。因此，更好的办法应该是采取强有力的措施来改善银行的盈利能力，在取得明显的效果之后再注入资金。

从上文的分析中可以发现，我们完全不同意这种观点。中国政府已经采取了强有力的措施来修补银行系统，商业银行的经营环境在客观上已有了全面改善。但我们最担心的是，如果没有外来的所有者和市场化的经理团队，银行的经营能否从根本上得到改进——而且我们同样担心，如果不能积极地提升银行的资产质量，投入足够的资本金，政府可能难以为国有金融机构找到合适的买家。

在下一节中，我们将对冲销不良资产和为国有银行补充资本金的过程进行详细分析。这里的成本会有多高？工作该如何开展……目前的实际进展如何？政府的财力是否足以负担？

然后，我们还将讨论在未来出售国有银行股权以及进一步实现金融体系自由化的步骤，并且讨论有关银行的另外两个热点问题：消费者信贷业务的发展，以及加入 WTO 之后外国竞争者对中国金融市场的冲击。

拯救国有银行

冲销、补充资本金和救助

在进入修补中国的银行体系的细节讨论之前，读者们恐怕需要先明确几个有关的概念。让我们从一个很简化的普通银行的案例开始，请看图 93。图中的这家银行总共有 100 元的贷款资产，其他资产为价值 50，总额为 150。在负债方面，存款为 100，其他负债为 40，净资产为 10。

我们假设，该银行的不良贷款比率达到了 25%，也就是说，在总额为 100 的贷款中，有 25 成了坏账，如图 93 所示。但是，只要该银行的坏账依旧留在资产负债表中，它就还拥有价值为 10 的净资产，一切似乎都没有改变。

资产		负债	
优质贷款	75	100	存款
不良贷款	25	40	其他债务
其他	50	10	权益
合计	150	150	合计

图 93　坏账冲销之前的银行资产负债表

资料来源：瑞银证券研究部。

然而，如果银行决定冲销这些不良资产，事情会是什么样？结果如图 94 所示，银行在账面上减去不良贷款 25，这样，资产负债表上的贷款资产就只剩下 75 了，同时，这也意味着要从它的资本金里减去 25……于是，银行的净资产就成了负数，为 -15。也就是说，银行破产了。

如果银行资不抵债，通常就需要注入新的资金，来补充被冲销的资本金（或者说，避免原来的资本金被全部冲销掉）——用通俗的话来讲，就是给银行提供

救助（bailout）。政府往往就是在这时发挥作用的：通常情况下，是由政府来提供资金，并相应地获得银行的股权。

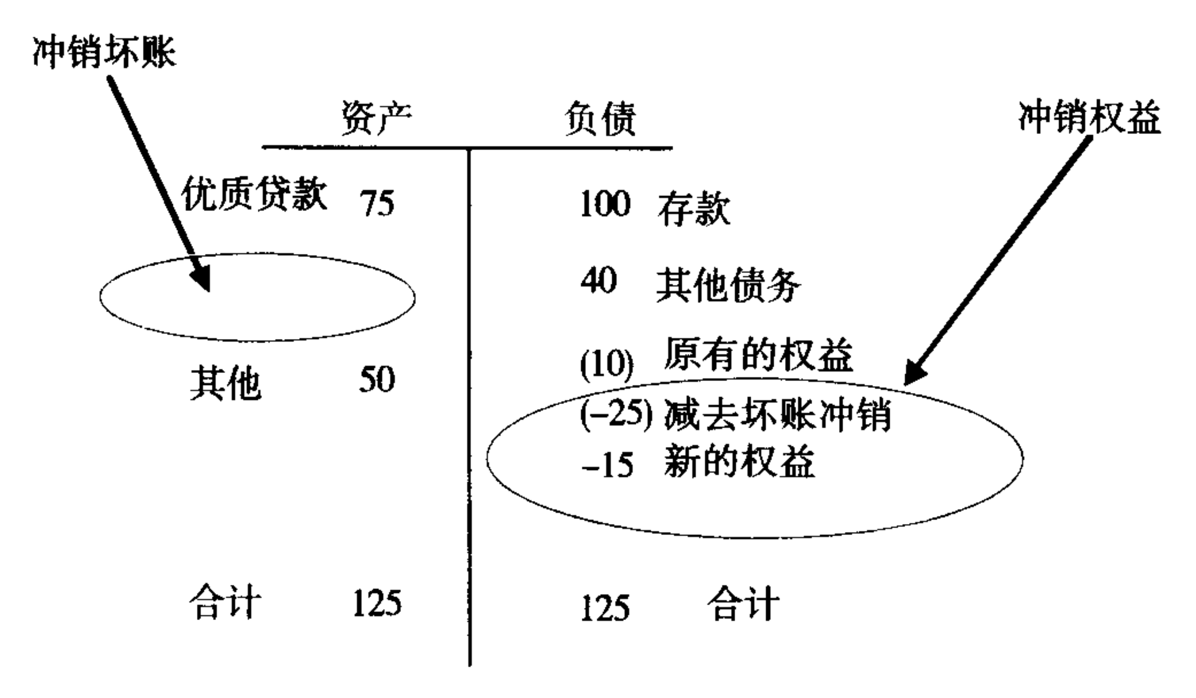


图 94　坏账冲销之后的银行资产负债表

资料来源：瑞银证券研究部。

这一进程参见图 95。政府给银行提供现金或债券，其总额等于银行的坏账损失，在这个例子中的数额为 25。于是，银行的全部资产头寸重新回到了 150 的水平，净资产也回到了正 10 的水平。一切都恢复正常，银行又可以一如既往地继续经营下去了。

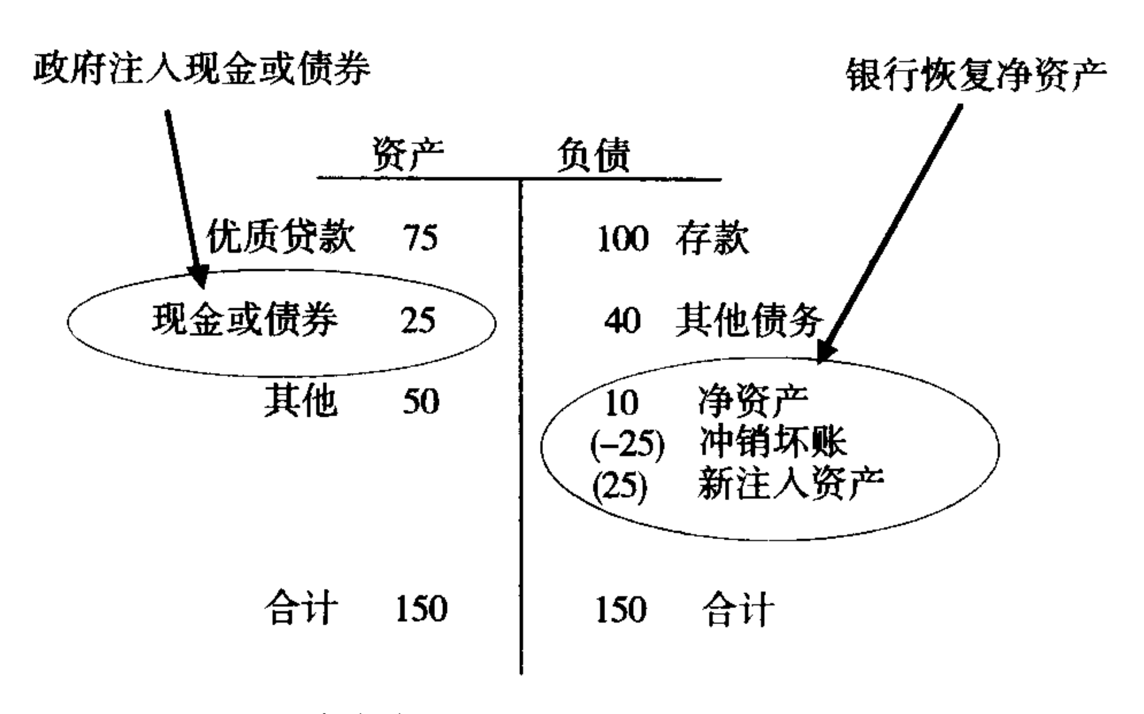


图 95　政府资金注入之后的银行的资产负债表

资料来源：瑞银证券研究部。

以上当然是个非常简化的案例，但实际中采用的操作办法其实也非常简单，即便是在涉及到非常大型的银行和极其复杂的资产状况时同样如此。但是，许多市场人士在讨论政府注资的问题时却交替使用着两个不同的术语。对普通人而言，这把问题搞复杂了：一个术语是“不良资产冲销”（NPL carve-out），另一个是“补充资本金”（recapitalization）。从下文的图 97 中我们可以看到，中国政府在 1998 年采取了补充资本金的措施，1999 年采取的则是冲销不良资产的做法，而到

了2003年又是补充资本金。这究竟是怎么回事?

实际上，所有这些交易的实质都是一样的，对银行的资产负债表的影响也相仿。主要的区别在于：不良资产的冲销是在银行从净资产中减去坏账损失之前进行的，而补充资本金则是在之后发生。

在坏账冲销的情况下，政府直接用新的资金来填补银行的坏账损失，把坏账权益转移给资产管理公司或者在市场上进行拍卖。这些操作发生在银行核销自己的坏账之前，因此银行的名义净资本账户并没有改变（当然在实际上，银行已经从资不抵债的状态重新成为了正常的企业）。

在补充资本金的情况下，政府要等到银行核销自己的坏账、从原来的资本金中减去了损失以后再加入进来，补充银行的资本金的损失。

对我们来说，关键的问题在于这两种做法对银行的资产负债表的最终影响几乎相同，如图95所示：到最后，在银行的资产项目里，贷款余额减少了，现金与债券增加，而负债项目下依然保持着正的净资产。对政府财政状况的影响在两种情况下也是一样的，与注资之前相比，政府对银行的股权有了增加（但请注意，这在中国并没有什么实际意义，因为大多数大型商业银行不久之前都是政府100%拥有的)。两种做法不过是在行动时机上、以及概念上有所区别，因此在下面的讨论中，我们对这两个术语不再做细致的区分。

救助行动的时机?

在市场实践中，政府干预进来，冲销不良贷款，补充金融机构的资本金，通常是在如下两种情况下发生的。

第一种是比较直接的，容易为大众所理解：一旦银行解决了自己的困难，改变了经营行为，政府就可以假定，它们在未来不会再犯同样的错误——或者说不会导致“道德风险”的问题——那么当局就可以投入资金，帮助银行清偿历史遗留的坏账，而不会有更多顾虑。例如，在宏观经济的危机爆发之后，一旦最坏的情况已经过去，在短期内不太可能发生类似的情况时，政府通常就会对金融机构施以援手。

第二种情况则更加微妙，也容易导致误解，但是与中国的情况直接相关：如上面所述，一旦当局已经采取了所有可能的改革措施，而进一步的行动还有赖于私有化计划的成功，那么政府就没有其他选择，必须优先改善银行的资产状况，因为这是下一步行动的先决条件。

有的观察家或许会抱怨说，在银行能处理好自己的问题之前就加以救助，可能会导致道德风险。但我们看来，这种看法忽略了主要矛盾，因为上面叙述的情况正

是中国目前的处境。如果政府不帮助银行改善资产状况，而让银行自己通过利润流来降低不良贷款率，那恐怕还需要很多年的时间，更不用说处理未来可能出现的新的坏账了。同时，这样的银行将很难找到外部投资人和收购方，对改善经营管理不会有帮助，并增加了未来的经营风险。相反，如果政府及早插手，就可以加快速度推进银行的私有化，并继续放松管制。没有人可以担保，中国未来不会出现新的坏账问题，但我们认为，如果按现有的思路去做，成功的可能性将大得多。

因此，我们看到在过去几年，政府每次在向银行注入新的资本金的时候，都把这些措施与银行的股票上市计划联系了起来，这是非常有意思同时又令人欣喜的，下面还将详细进行讨论。

成本——高不可攀?

以上，我们讨论了中国政府救助银行的策略问题，并且看到当局已经开始了行动。那么，最终的成本会有多高？首先我们来看四大商业银行，其部分原因在于，它们是整个金融体系最主要的组成部分，另外是因为它们是最需要进行系统性救助的主要金融机构。股份制商业银行总体上来看情况更好一些，我们认为它们可以通过自身的努力来解决坏账问题。在后面，我们还要对农村信用合作社与其他非银行金融机构的问题进行讨论。

如果只看大型的国有银行，计算方法很简单：它们在2004年底的总贷款余额约为12 000亿美元，我们已经介绍过，现有的不良贷款率估计为25%，因此坏账的总额可能是3 000亿美元。请注意，这个数字排除了到2004年底之前冲销的部分，但包括了某些还没有被正式承认为坏账以及还没有表现为坏账的部分（也就是说，在过去的几年经济过热的贷款高潮中可能产生的坏账的部分，详细的讨论参见本章附录）。

既然我们估计坏账总额是3 000亿美元，那么，政府就需要为改善四大国有银行的资产状况拿出3 000亿美元的资金，是这样吗？

错。从图96中我们可以看到，实际需要的金额要小许多。首先，坏账的含义并不表示不能收回任何资金。在发达国家，大多数坏账的回收比率约在60% ~ 70%之间，而在发展中国家，特别是在金融危机后的情况下，这个比例可能只有35%左右。在中国，20世纪90年代的泡沫曾经特别严重，国有资产管理公司（参见附录）的工作经验也比较缺乏，因此它们报告的部分贷款的回收比率只有10% ~ 30%。不过平均来说，我们认为中国能实现25%左右的坏账回收率是比较现实的。

这表示，如果银行出售或拍卖坏账资产，它们可望获得相当于账面价值的25%的收入，这将使资金缺口缩小到2 250亿美元。

项目	金额：亿美元
四大国有商业银行的不良贷款	3 000
减去：回收的部分：回收率为25%	-750
减去：未来5年的现金利润收入	-1 000
减去：股权私有化得到的收入	-400
四大国有商业银行的救助成本	850
加上：农村信用合作社与城市商业银行的救助成本	+700
加上：资产管理公司的隐含损失	+1 250
整个银行体系的救助成本	2 800
与2004年GDP的比值（%，GDP调整前的数据）	17.0%

图96　银行救助成本的估算（一个非常简化的模型）

资料来源：瑞银证券研究部的估算。

故事还没讲完，上面我们讨论过，国有银行在现金流的表现上是正常而且有盈利的，它们可以通过自己的资金收入来逐渐消化不良贷款。在2003年，四大国有银行的报告说，整个税前利润接近200亿美元，准备金的补充还有120亿美元，通过这些它们自己已经消化了250亿美元以上的不良贷款（这里并没有包括政府通过注入资本金所核销的部分）。

2004年，银行自身消化的不良贷款可能接近300亿~350亿美元，如果我们先忽略新增贷款中出现的不良资产——但请注意，在最近几年的经济过热中可能出现的不良贷款已经包含在我们的估计中了——而假定银行每年可以消化至少200亿美元的不良贷款，那么在5年之后，在没有政府救助的情况下，银行总共可以减少1 000亿美元的坏账。因此，最终需要外界进行救助的资金大约只剩下1 250亿美元。

此外，还有股权私有化能带来的收入。到2003年底，四大商业银行的所有者权益总计大约为850亿美元，2004年底的数据也差不多。在未来5年，假设市场的价值评估比较合理，那我们估计政府通过股票上市与私募将总共筹集到400亿美元——这些资金也可以用来消化对不良资产的核销。

然而，最后我们还要补充两点。首先是清理与整顿农村信用合作社的最终成本，以及清理部分新成立的“城市商业银行”（主要是由以前的城市信用合作社组建而成）的坏账的成本。这些机构的资产状况没有详细的公开资料，我们做了一个比较主观的估计，清理成本大约为700亿美元。其次是政府对国有资产管理公司发行的债券的隐含负债，那些债券是在1999年根据政府的安排发行的（参见

下文的介绍)，估计总额为1 250亿美元。

这样，最终需要的救助金额我们估计为2 800亿美元，或者说相当于2004年GDP的17%。考虑到有关的不确定性，我们估计总额可能在2 300亿~3 500亿美元之间，也就是相当于年GDP的14%~22%。

附录：1999年银行不良贷款的冲销以及向资产管理公司的转移

从1999年底到2000年底，中央政府总共为四大国有商业银行冲销了14 000亿元的不良贷款（其中也包括国家开发银行的少量不良贷款)，并把这些不良资产转移给了四家特别成立的准政府性质的资产管理公司，全部由中央政府的财政部控制，每家公司对应一家大银行。

一般来说，冲销的坏账都是在1996年之前发生的，而且逐笔进行了审计，根据贷款的性质和负债企业的重组计划进行审查。

坏账转移给银行资产负债表面值带来的缺口通过以下三种途径来填补：（1）财政部的直接现金注入——总额为人民币400亿元；（2）人民银行出面冲销债务(这些债务负担后来转移给了资产管理公司)，以及资产管理公司直接向人民银行借款——我们估计总额为4 000亿元，由此形成了货币发行；（3）资产管理公司发行的债券——总额约为10 000亿元。

资产管理公司发行的债券需要支付利息，必须通过不良贷款的回收来筹集。政府没有为这些债券提供明确的担保，但是几乎所有的人都对此心照不宣。

资产管理公司对资产的处置有如下三个途径：（1）直接从借款人那里回收资金或没收抵押品；（2）把债权出售给其他人；（3）债转股。

债转股的总额达约为4 000亿人民币，资产管理公司从得到的这些股权中很难获得多大的现金收入。在其余10 000亿贷款中，大约有6 000亿已经在2004年底之前处理，报告的平均回收率约为21%。

政府的财力——如何应对挑战?

2 800亿美元看上去是个庞大的数字——中国政府可以拿出相当于年国民收入20%的资金来救助四大银行吗?

我们认为，这其实并不特别困难。原因如下：首先，即使让政府马上就负担全部成本，例如直接向银行发行相当于全部救助金额的债券，那也不过意味着把政府的负债占GDP的比例从目前的32%提高到50%左右，这在发展中国家或者邻近地区里都不算特别高。而且，即使我们假设国债的年利息率达到5%（这已经比目前所发行的国债高不少了)，每年需要支付的资金也将低于年GDP的1%。考虑到目前大陆

政府的税收收入正在大量增加，而预算赤字在下降，这应该是比较容易负担的。

其次，救助总额里只有一小部分是需要立刻负担的。请注意，上面的总成本里有将近一半属于资产管理公司的隐含的贷款本金损失——而本金通常是在数年之后才需要支付的，资产管理公司目前只需要向银行支付利息即可，而这部分资金正在通过资产回收的收益来筹集（当然，人民银行也还在给它们提供高额补助，参见下一段）。在剩下的金额中，有相当部分是还没有被银行自己认可的隐含坏账。例如，中国银行和中国建设银行目前报告的不良贷款率都不到5%，而我们的估计数字要高得多，这些问题的浮现还需要一些时间。

最后，我们眼下还不清楚在救助银行所需要的全部资金里，究竟要政府财政来承担多少。请看图97，它总结了到目前为止外界为银行提供的资金支持。通过不同渠道提供的资金总额达到了3 750亿美元左右，其中财政部只拿出了400亿美元。此外，还有媒体报道他们将为中国工商银行提供150亿美元的补充资本金。

实际上，从新世纪开始以来，中国政府对银行提供的所有资金补充几乎都来自中央银行，而不是财政部。这在本质上可以说是“没有成本”的补救措施——它不会增加政府目前的负债，未来似乎也不会影响。

这种观点听起来似乎有点过于美好了。但实际情况就是如此：中央银行提供的部分资金（准确地说到目前为止是600亿美元）是来自其外汇储备，而中国外汇储备的总额一直在飙升，在我们撰写本书的时候已突破8000亿美元。外汇储备的资金从来没有反映在财政部的账目上，其转移当然也不会影响政府的财政平衡。而且不管怎样，如果我们非要把外汇储备加到“国家”账户中，那我们会发现中国政府根本不是一个净债务人，而是一个有着接近2 000亿美元盈余的净债权人。

项　目	时间	金额	出资人
对四大国有商业银行重新注资	1998	2 800亿元	财政部
向资产管理公司划拨坏账	1999	400亿元	财政部
向资产管理公司划拨坏账	1999	4 000亿元	人民银行
向资产管理公司划拨坏账	1999	10 000亿元	资产管理公司
对农村信用合作社的补助	2002～2004	1 000亿元?	人民银行
对中国银行和建设银行重新注资	2003	450亿美元	人民银行
为中国银行和建设银行的坏账冲销	2004	2 500亿元	人民银行
对工商银行重新注资	2005	150亿美元	人民银行
对工商银行重新注资	2005	150亿美元?	财政部

图97　1998年以来中国政府对银行系统的资金支持——真正来自财政部的并不多

资料来源：瑞银证券研究部的估算。

还有，外汇储备的转移甚至不会对中央银行自己造成过大影响。在理论上，动用外汇储备将给中央银行的财务状况造成资金黑洞。但是在实际上，即使在扣除了其动用的外汇资产的10%之后，人民银行目前依然是个有着巨大盈利的机构（我们估计年盈余约为100亿～150亿美元），如果他们在未来继续动用外汇储备为银行注入资金，情况可能还会如此。

现在我们再考虑一下，中央银行还可以提供其他形式的资金支持，如图97里所示的那样，向商业银行提供再贷款（refinance credit）。在这种形式下，人民银行甚至不需要提供有利息负担的资产——而只需要印刷货币就可以了。但这种做法能够持续下去吗？从数字上看，当然可以。全世界的中央银行每天都在印刷钞票，即所谓的“基础货币”或者“储备货币”，只需要市场对货币的真实需求还在增长，而基础货币的创造速度不会导致通货膨胀就行。这产生了经济学家们所说的“铸币税”（seignorage）：可以用来够买国民经济中的真实资源。

在大多数经济体里，创造铸币税的空间很小，因为基础货币占GDP的比重很小，真实货币的需求的增长速度也很慢。但是中国的情况与众不同，其基础货币量超过GDP的40%，市场对真实货币的需求在以平均每年12%的速度增长。因此，人民银行可以每年印刷和发行大约700亿美元的货币，而不用担心导致通货膨胀的后果。这表明在理论上，人民银行在未来5年里只需要签署支票，就可以消化全部银行坏账了——这样的优势可能在全球也是独一无二的。当然这也许不会成为事实，我们已经看到财政部在制定用更传统的方法来负担银行坏账成本的计划，但我们也同样相信，中央银行的有效的货币创造政策同样会在未来发挥重要作用。

私有化、自由化与其他趋势

银行私有化

5年前，有关中国的银行体系所有权结构的话题还没有展开有价值的讨论，最大的几家银行都是100%国有的，次等规模的金融机构也基本上被国有机构控制，地方的信用合作社同样是传统的受政府指导的所谓合作组织。金融市场已经高度实现竞争化了，但外来的私人所有者还没有发挥显著作用。几年中，没有一家银行在国内与外国交易所新上市。外资银行虽然在几个主要城市里开设了分支机构，但不允许购买中国金融机构的股份。官方政策还是根据1997年召开的第十五次党代会的精神，把金融体系当作政府需要继续控制的最主要的部分。在这种环境下，

2001年的时候突然有消息传来，一家名为新桥资本公司（Newbridge Capital）的外国私人企业正与中国的中等规模的深圳发展银行谈判，计划收购深发展20%的股权，这令许多投资人感到震惊，并一连数月占据了金融报刊的重要版面。

短短几年之后，形势有了根本的改变。在漫长的拖延后，新桥的生意终于得到批准……类似的交易也纷至沓来。目前，外国银行与其他海外投资人已经购买了十多家中国金融机构的股份，我们估计还有若干新的交易正在洽谈中。目前，政府依然规定，全部外资股份在中国的银行里所占的比例合计不能超过25%，单个海外投资人不能超过20%，但是在未来几年这些限制都将被放宽。

商业银行也开始向个人投资者出售股份，国内的A股市场上已经有5家机构上市，并且至少有两家股份制商业银行（交通银行与民生银行）正在申请海外上市。

如我们上面所述，这些行动还没有触及在银行体系内占主导地位的国有股权的性质。但可以预计的是，在未来几年这个趋势将会加速。最重要的变化在于，四大国有商业银行改革的面纱已经揭开。中国银行与中国建设银行已经在加紧进行海外上市的准备工作，预计它们将在海外市场发行15%～20%的股份，中国工商银行也在追赶。政府还鼓励四大银行与大型的外资商业银行进行直接谈判，很快我们就会看到有更多战略合作的消息。如上一节所讲的那样，股权改革计划已经推动了政府采取大规模的补充资本金的行动。

为什么如此巨大的变化会在最近几年发生？我们认为，并不是出于资金方面的考虑。至少在账面上，中国的银行普遍有着很好的现金流动性，以及比较高的资本充足率。还有，如果资本金存量受到坏账的威胁，政府会积极提供帮助、充实资本。这样的结果是，大多数国内金融机构都不需要外国资本来帮助自己扩大经营规模。

然而，银行需要强有力的外部治理和监督，以及现代化的经营管理经验。在这个方面，中国政府正在复制以往的“中石油”模式。还记得吗，中国石油天然气股份有限公司是2000年在香港和纽约挂牌交易的第一家大型的老牌国有企业。当时，该公司的上市引起了广泛争议，毕竟其公司结构过分复杂，而且（与国有商业银行一样）它并不特别需要资金。可是政府发现，海外上市可以提供“一站式”的国有企业改革服务。企业改革和重组的全部过程，包括区分与剥离非生产性的资产、明确养老金负债责任、开展系统审计，以及重新规范治理结构和经营责任等，都不再需要政府公务员的劳心，而国际资本市场上的经理人、人力资源专家和投资银行家会尽心竭力地完成这些工作。上市一旦完成，中国石油公司就继承了职业投资人对其财务和经营决策认真负责的意识。这样做的结果是，该公司获得了普遍的好评，成为管理良好、透明度高的优秀企业，甚至与旧的体制相比，中国政府自己也获得了关于该企业内部经营的更多与更准确的信息。

在几年之后，这已经成为政府推动大型国有企业海外上市的基本思路。仅仅给金融机构充实资本金是不够的，如我们所述，只要政府不从银行的具体经营决策中撤出，银行的改革和重组就没有全部完成。股权私有化将是保证银行不会走回头路、重复过去的错误的最终的杀手锏。

这也把我们带到了本章最后一个主要课题：政府可以顺利卖掉银行的股份吗？与过于乐观的官方数字相比，银行的真实资产状况要糟糕得多——或者，不良资产只是简单地从上市公司隐藏到了母公司——那么潜在的投资人是否会真的感兴趣？不过，我们认为银行的上市还是会获得成功，主要有如下两个原因。

首先，国有银行的真实不良贷款率虽然还没有低到个位数的水平，但中国银行与中国建设银行这类机构的不良资产率已经不像几年前的高达30%那么恐怖了。通过接连几轮政府注入资金与银行内部的努力，效果已经非常明显。还有，根据我们上一节的研究，尽管其他不良资产或许会在未来几年陆续浮出水面，但我们相信政府将继续提供帮助，视情况的变化逐渐进行清理。实际上，这些成本已经包含在我们关于拯救银行的成本的计算中了。

其次，在出售国有银行的股份时，政府应该没有兴趣追求过高的溢价。因为中国的银行本身并不特别需要外国资本，相反，把银行推到海外才是真正的目的，以便让它们从投资人的监管中得到鞭策。

因此最后的结论是：(1) 银行私有化的目标是真实的；(2) 这个工作已经开始实施；(3) 我们预计未来还有更多的行动。但是请注意，改革不会一夜之内大功告成。在我们看来，需要数年的时间才能让银行所有权的分散化获得显著成功，可能还需要数年时间，才能让新的投资人和所有者给国有银行的行为模式带来显著变化。

金融自由化

一旦银行的资产质量得到改善、股权开始分散，这就为加速放松金融工具与资本流动开辟了空间，不再需要维持各种严格的正式与非正式的控制手段了。

我们要问读者：为什么中国政府需要长时间直接控制利率水平呢？如上文所述，一个主要原因是防止银行的存贷款利率比缩小——在中国这样激烈的银行竞争环境下，一旦放松管制，价格战是肯定会发生的。而且实际上，大陆的许多小银行都曾有过非正式的抬高存款利率或者通过回扣等手段来调低贷款利率、抢夺生意、扩大市场份额的行为，并因此受过惩罚。政府特别担心，四大国有银行的客户基础会因此受到冲击。

不过，政府在为大银行追加资本的同时，也开始放松利率管制了。商业银行的贷款利率不再有最高限制，平均利率水平也在逐渐提高。存款利率依然是固定的，贷款利率也还有最低水平的限制，但我们估计，未来一到两年将会出现进一



步增加利率弹性的措施。

我们还要问读者：为什么官方会采取限制其他金融渠道（包括债券等）的发展的政策？为什么中国坚持资本账户不开放？主要原因同样在于，如我们之前所述，它们希望把国内储蓄流保持在国有银行里，防止储户把资金转移到海外去。

因此，最近几年来中国已经开始放松对这些领域的限制就不那么令人惊讶了。尽管商业债券市场的起点非常低，增长速度依旧令人印象深刻。同时自2003年以来，由于资本流入的压力始终很大，政府也采取了一系列放松资本外流的措施，包括海外直接投资与保险资金和养老基金对海外的证券投资。立法机构也在考虑制定直接的存款保险制度，以便降低政府的责任，消除有关的道德风险。

与私有化计划结合起来，这些自由化措施将有助于改善资本配置的效率，帮助中国摆脱过去几十年来一直困扰自己的经济剧烈波动的问题。

“外资银行的威胁”——炒作与误解

在各种财经报刊上，我们不时会看到类似的主题：到2006年12月，中国的银行必须实现良好的资产状况，保持强大的竞争力。因为根据中国加入WTO的约定，到2007年1月1日，外资银行将获得跨地区的、提供所有国内外货币业务的权利。如果大陆的金融机构没有做好充分准备，它们必将面临外国军团的洗劫。

这样的故事耐人寻味——但我们认为却是完全错误的。实际上，外资机构的进入根本不会给中国的银行业造成什么麻烦，所谓加入WTO后可能出现的威胁其实是不真实的炒作。

原因很简单，中国大陆的经济已经过分银行化了。请看图98，广义货币M2

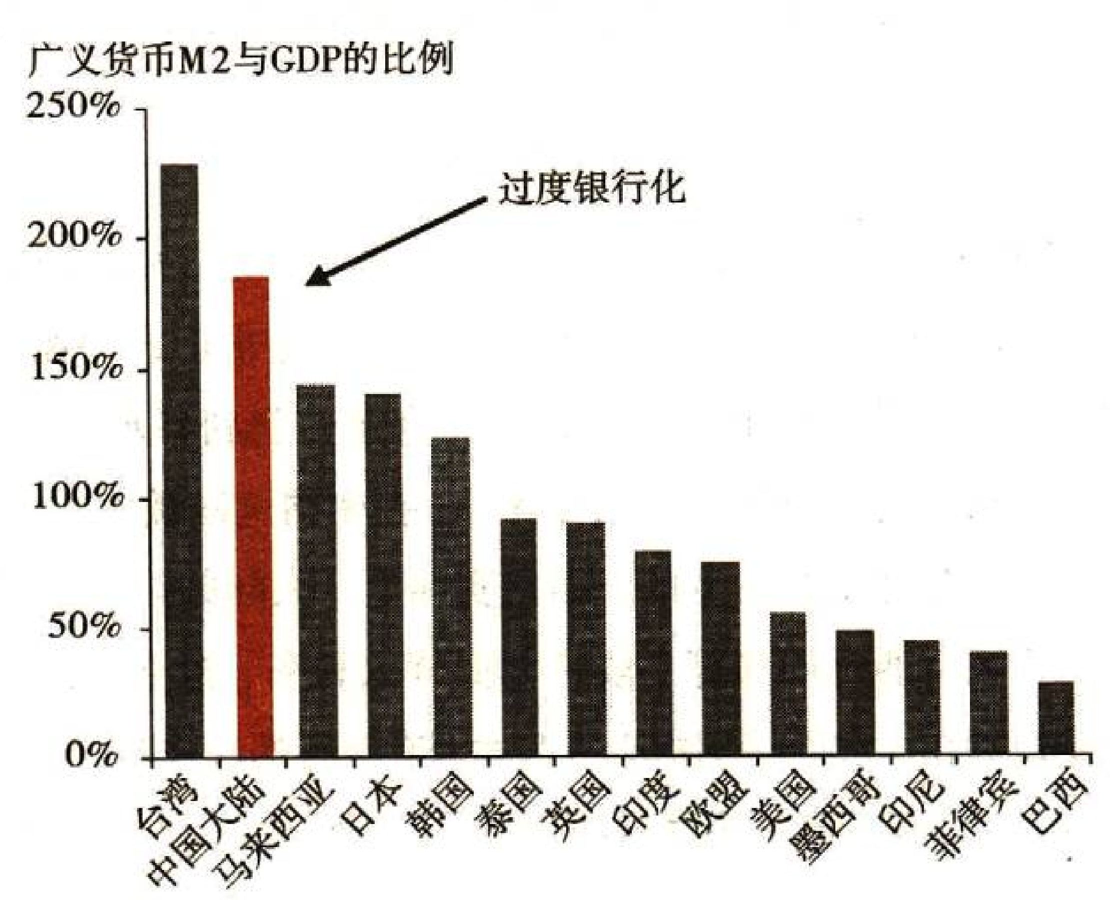


图98　中国经济过度银行化的表现

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

（即现金、银行的活期与定期存款之和）几乎是中国年GDP的200%，相当于亚洲的平均水平的2倍，美国与欧盟国家的3～4倍，比墨西哥和巴西这样的发展中国家高出更多。

还有，大多数存款都留在各个地方省份的账户里，在那里，几大国有银行已经建立了成千上万家分支机构。外资银行每开设一家分支机构还需要获得批准，而且也似乎不容易很快渗透到中国的中小城市。

在大城市里，外资银行已经进入贸易和国际业务了，但它们在其他领域却鲜有出色的业绩。因为在每个大城市中，不但有四大国有银行，还有股份制商业银行，以及若干城市级别的信用机构，它们都在白热化地抢夺市场份额。

在这种形势下，外资银行的最佳战略并不是大量开办新的分支机构，而是收购现有的机构，这也正是主要的外资银行目前的表现。这些行动会给大型的国有银行带来多大冲击？当然会有，但事实是，即便在WTO约定的全面开放之后，市场上所出现的竞争对手仍不会有特别的变化。简单地说，在金融市场开放后，参与竞争的机构可能都会变得更有资金实力、更遵循国际化的经营管理模式，但市场的份额结构不会有翻天覆地的改变。还要注意，四大银行自身也在讨论与外国战略投资者的合作，胜负的天平究竟会倾向何方尚在未定之天。

消费信贷业务的未来

关于未来的金融市场，一个主要趋势是消费者信贷的发展。5年前，中国的消费者信贷市场还几乎不存在，而今天，它已经相当于GDP的大约12%，以及新增银行贷款的15%以上。其中大多数是住房贷款，到2004年后期，汽车贷款也已经起步，信用卡的普及则刚刚开始。另一个有趣的特点是，这个领域中，大型国有银行的市场份额比它们在整个贷款中所占的份额还高——考虑到小型银行的市场表现通常更积极、更有创新性，这似乎有些不合情理。但如果我们联想到，四大银行有着广泛的分支网络，以及在全国范围内建立信用记录的相对优势，它们在个人信贷业务上的出彩表现就容易理解了。

根据我们对于中国经济中长期增长的相对乐观的预计，消费信贷市场还会继续繁荣下去，到2010年左右可望超过GDP的20%。这就带来了一个问题：消费信贷会成为中国银行业的救星——还是会成为新的忧虑的源泉？毕竟，最近以来汽车贷款市场的惨痛教训表明，与房地产开发商和钢铁公司一样，消费者在与银行打交道的时候同样有可能制造大量坏账。

其实，我们对未来的前景要乐观得多。部分是因为抵押贷款市场有着比较强的法律保护，部分是因为我们认为政府未来能够保持比较平衡的宏观政策。有关

消费者信贷市场的情况，这里不再做更详尽的分析，有兴趣的读者可以参考有关的资料①。

药方的副作用?

在本章结束前再提出一个疑问：对银行的重组会拖累宏观经济的发展吗？许多投资人担心，如果银行还在为许多亏损企业提供资金，那么贷款决策权的下放、实现资源配置的市场化将导致更多的企业破产、裁员与社会动荡。如果剥离银行的坏账，转移给商业化的回收机构，也会导致类似的后果：更多的破产、更多的失业以及更大的经济波动。

但幸运的是，我们的回答很清楚，这种情况在宏观上不会发生。如上文所述，国有银行并没有再继续年复一年地给亏损的国有企业输血，相反，大多数不良贷款来自那些在过热时期上马的大项目，这让过多的资金浪费在了许多新建的、缺乏效率的、引起生产能力过剩甚至最后都不能完工的企业身上。因此，贷款决策的改善将有助于避免经济过热的循环发生——同时不会导致对宏观经济的破坏。

中国也无须过分担心剩余债务追缴可能导致副作用问题。如我们在本书第一章所述，大量的破产和裁员在数年前已经发生过了，在20世纪90年代后期，政府曾关闭了数万家国有企业，让多达2 500万~3 000万名员工下岗。这正是中国的银行坏账回收率如此低的重要原因，总体来说，剩下的未清偿债务已经不算太多了。

尾　声

与其他各章相比，本书第三章所讨论的话题近来的变化特别迅速，目前的形势发展在短短两年以前还几乎是不可想象的。因此，笔者在这里做一点补充，介绍一些最新的情况。

2005年初，当本章开始写作的时候，中国政府正开始对国有商业银行重新注资。这表明，银行的不良贷款负担依然沉重，而且比官方公布的数字要大得多。银行已开始为上市进行准备，然而是否会取得成功还远没有把握。最后，我们并不清楚政府究竟会采取何种方式来化解不良贷款，救助行动对政府财政的潜在影响也不确定。简单来说，这就是当时的形势。

---

① 参见瑞银证券研究部的中国金融市场分析员 Lucy Feng 的报告：“Consumer Finance in China”。

从那以后，各方面的情况都发生了迅猛的变化。

首先，从2004年到2006年中期，我们估计各大银行和其他信贷机构总共削减了大约2 500亿美元的不良贷款，结果，整个金融机构的不良贷款率大幅度下降。考虑到还有更多的注资正在进行，我们估计到2007年底，银行的不良贷款总额有望下降到2 000亿美元以下——与21世纪初高达40%的不良贷款率相比，将削减到6% ~8%左右。要知道，世界上很少有国家能够在这样短的时间内完成这样大规模的坏账清理工作。当然，许多坏账还留在国有的资产管理公司的账面上，还需要继续处理。然而，我们已经介绍过，把坏账从银行剥离出来是最重要的一步，后面的坏账清理工作没有太大的影响。

其次，为银行清理坏账和补充资本金的工作给政府带来的成本低得令人吃惊。在目前投入的所有资金中，只有极少部分是来自税收的减免或者财政资金的注入。银行用自身的利润提供了部分资金，但最主要的资金投入还是来自人民银行的外汇储备或再贷款。换句话说，中央银行通过印刷纸币，就提供了清理银行坏账的最主要的成本——在其他国家，银行资本的补充总会导致财政负担的增加，中国的经验与它们大相径庭。

最后，也最为重要的是，中国的银行体系私有化的速度之快，令全世界为之震惊。在2003年底，外国资本在中国全部银行体系中的总量不过5亿美元，相当于大陆银行资本的0.3%左右。到2004年后期，汇丰银行购买了中国的交通银行19.9%的股份，金额达到22.5亿美元。进入2005年后，大量交易更是频繁发生：6月，美洲银行购买了中国建设银行的股份，金额为30亿美元；紧接着，皇家苏格兰银行以31亿美元购买了中国银行10%的股份；新加坡的淡马锡公司也以相同的价格购买了中行的股份，并且还承诺对建设银行进一步投资25亿美元；另外，由高盛公司牵头的投资集团已经签约，将以30亿美元购买中国工商银行10%的股份……所有这些还只是大型交易，总的来说，在过去1年半的时间里，外国投资者对中国的银行体系的战略投资总额超过了200亿美元。

以上的融资并没有包括在海外市场公开上市获得的收入：交通银行20亿美元，建设银行90亿美元，中国银行110亿美元，工商银行预计为120亿美元。把这些数字与战略投资结合起来，到2007年底，外国银行和其他投资者将持有中国的银行体系1/6以上的股份。从国际上看，这个比例并不算高——但是，外资的注入已经给中国的银行经营带来了显著影响，面对地方政府和国有企业的压力，银行的独立性明显提高。

在今天看来，中国的银行体系比我们一年多以前所能预想的进步还要大。尽管许多工作尚未完成，但目前的进展已经非常令人震撼了。

经济社会紧张关系

悲观主义者的主要错误在于，中国的许多社会问题是周期性的，而不是结构性或制度性的。

20 世纪 80 年代后期和 90 年代后期，中国社会都曾出现过不稳定的现象，而这两段时期也正好都是宏观经济遭遇困难的低谷……

在政治制度与经济增长的关系上，东亚各国的历史经验可能会给我们这样的启发：对待民主政治的改革要保持谨慎；相反，积极改善司法环境、提高政府治理水平、加强市场透明度和问责制将是更现实的选择……

概论：中国崩溃论的误区

2001年，章家敦（Gordon Chang）的《中国即将崩溃》（*The Coming Collapse of China*）一书出版，这是多年以来引发争议最多的一本关于中国未来经济社会走向的著作。简而言之，该书的核心观点是，中国现有的经济、社会和政治体系不可持续，必将走向分崩离析，这令广大投资者和普通民众深感震惊。章家敦认为，随着失业问题的加重、人均收入水平的停滞以及腐败现象的泛滥成灾，中国的各个社会阶层将卷入日益频繁的对立和抗争——同时，国有企业和金融体系沉重的债务负担会成为政府的累赘，使之没有余力来应付未来可能出现的复杂局面。虽然说，这早已不是西方的观察家们头一回强调中国目前的经济政治环境的脆弱性了，但该书还是凭借骇人听闻的标题、敏感的内容和好辩的语言风格，很快登上了欧美的畅销书排行榜。对于许多人而言，它依旧是关于中国未来的最有影响力、最著名的预言。

在章先生推出“中国崩溃论”的时候，亚洲金融危机余波未平，中国大陆也正处在经济增长的低谷，他的观点自然在关注大陆经济的评论家中间引起了广泛的共鸣。从20世纪90年代末以来，中国的工业利润率大幅度下降，成千上万国有企业的职工被迫下岗，许多地方的农民收入更是连续多年下跌，各地出现的不安定事件也在增加。另外，海外一些著名的经济学家发表报告指出，中国的实际GDP增长率可能不到官方数字的1/3。

然而，短短几年之后，这种悲观论似乎退潮了。最近以来，人们关于中国的主要话题变成了人均收入何时能够再翻一番、甚至两番，城市的中产阶级正在快速增长，中国已成为亚洲经济增长的火车头，在“《财富》500强”中大陆企业的数量出现激增……事实上，大多数政论人士现在已开始表达另外一种担心，那就是中国是否会变得太有活力、太有竞争力，它是否会远远超越邻近的发展中国家，大肆抢夺发达国家的就业机会，并成长为国际市场上对商品、原材料和机械设备具有饕餮胃口的大买家？当初对中国国内紧张局势的忧虑早已被许多人忘在九霄云外了。

那么，真实的情况究竟如何呢？中国将注定成为“世界工厂”，成为不可战胜的神话，还是一个脆弱、停滞、随时处在破灭边缘的经济体？

笔者的看法是，以上两种答案都不正确。在本章，我们将重点分析为什么中

国经济走向崩溃的风险非常小；下一章则将指出，为什么中国在未来仍然可望保持强劲的增长率、相对的社会稳定以及生活水平的稳步提升；而在本书的最后一章中，我们将讨论另外一种极端看法，解释为什么大多数对大陆经济发展成就的美誉都有夸大其辞的成分。

悲观主义者的错误在哪里？必须承认，《中国即将崩溃》一书还是正确地指出了中国正面临的若干经济和社会问题，它在许多细节上的论述今天依然成立。但该书的主要错误在于，其作者并没有意识到，中国的许多问题的严重程度是周期性的，而不是结构性或制度性的。我们可以回顾一下，中国社会在20世纪80年代后期和90年代后期都曾出现过不稳定的现象，而这两段时期也正好都是宏观经济遭遇困难的低谷。就是说，与任何国家一样，经济的萧条必然会加剧现有的社会和政治矛盾，而经济的繁荣则会帮助缓解各种紧张关系，中国同样不会例外。

总的来说，在讨论有关中国的经济社会紧张关系时，存在如下六种最为常见的误解：

1. 失业压力不断攀升。

其实，如果采用正确的指标来量度，我们会发现中国大陆的失业率实际上在下降——而且下降幅度非常显著。有许多人认为，中国在制造业方面提供的就业岗位将会减少，还有人强调，要想保持现有的总体就业水平，中国经济必须每年创造数千万个新的工作机会，这些论断都不成立。

2. 农民的不满即将爆发。

在过去的10多年间，如何改善农民的经济状况一直是中央政府最为忧虑的大事。的确，农民是有许多不满：收入增长缓慢、税收负担沉重、城乡收入差距被拉大、土地承包权利没有得到很好的保护等。然而，这些问题还没有对整个国家的局势稳定造成致命威胁。更重要的是，随着国家政策的转变和农民收入的提高，事情正在朝着好的方向发展。

3. 富人阶层的出现和不平等现象的加剧将彻底破坏社会稳定。

市场取向的改革确实造就了一个新兴的有产阶层，贫富差距也随之扩大——但改革也带来了人们致富机遇的增加，并使人均收入在过去20年里翻了两番。俄罗斯的改革者对国有资产实行了大规模的快速私有化，导致了相当负面的社会影响，与之相比，中国所选择的道路要平稳得多。

4. 腐败将侵蚀掉整个社会体系的根基。

与过去相比，今天在大陆经济中暴露出来的腐败现象似乎要普遍得多，但这部分是因为最高当局正在更积极地想办法解决问题。而从国际上关于商业投资环境的调查来看，中国的政府治理水平正在稳步改善，同时，持续不断的外国资本

的流入也表明投资者对中国经济越来越有信心。

5. 政府将陷入财政危机。

在20世纪90年代后期，中国政府的财政状况似乎很不稳定。但持续几年的强劲经济增长、税收体制的改善以及对开支的控制，使政府的财政收入有了迅速的增加，债务和赤字规模开始降低。当然，中国的养老金体系未来还将面临资金缺口的风险，但这主要是个长期问题，不至于威胁到短期的财政平衡。

6. 不建立西方式的多党政治制度，经济增长不可能持续。

对西方国家而言，这个论断或许是成立的。但是从诸多亚洲国家的发展经验中，我们却可以得到不同的结论：（1）经济增长真正的必要条件是法治、透明度以及基本的问责制；（2）这些条件的实现与建立多党竞争的选举制度没有太大的关系（实际上，亚洲国家的发展经验表明，它们甚至可能存在负的相关关系）。

论述的思路

这里我们重申，本章并不打算对中国的社会和政治发展趋势进行详尽而细致的研究，这方面的诸多重大课题应该请教其他领域的专家，而不是宏观经济学家。为了满足某些读者的需要，我们在本章末尾还将提供一个参考文献的清单，以备诸位深入研究之用。

从自己的专业背景出发，我们主要关注社会和政治局势与宏观经济的交互作用：经济方面的压力是否会危害社会的稳定？政治体制上的缺陷是否会对经济发展带来消极影响？本章的第一节将审视劳动力供求和就业形势的变动趋势，第二节讨论中国的农民和农村劳动力转移问题，第三节研究收入分配差距、富人阶层以及私有化问题，第四节讨论腐败及其对经济生活的影响，第五节是关于政府财政的内容，第六节简要探讨政治自由化与经济增长的关系，结束的部分将简要介绍中国经济在未来20年内可能面临的主要挑战。

失业问题：并不是未来的真正挑战

一般看法

我们的详细讨论从失业率开始。在阅读财经新闻的时候，大家会注意到一个被经常引用的指标——中国的“城镇登记失业率”，它是由国家统计局按季度发

布。根据这个指标，在2004年，中国的登记失业人口大约为830万，占城镇劳动力总数的比例为4.3%。这个指标近年来在持续增加，但绝对值并不算太高（参见图99）。

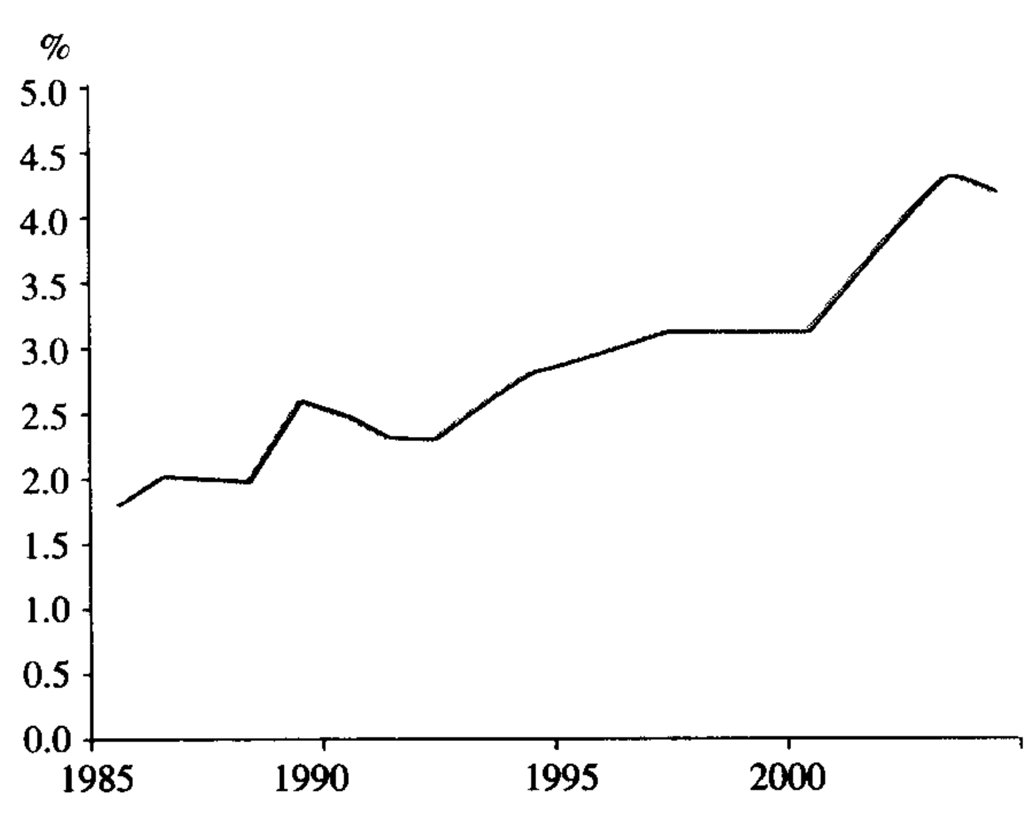


图99　中国的城镇登记失业率——并不准确的指标

资料来源：中国经济信息中心。

然而，读者们同样会注意到，不断有报道指出，尽管官方公布的失业率很低，但真实的失业率要高出好多倍，大约为25%～30%。也就是说，有数亿之众没有工作！

城镇失业问题的实际情况

究竟是4%还是30%，这两个彼此相差悬殊的数字到底哪个正确？我们要说，两个数字都不准确，均可能导致严重的误解，原因如下。首先，中国的“登记”失业人数只覆盖了在官方设立的劳动服务中心正式注册的城镇居民，通过这些服务中心，人们可以获取就业信息、接受培训、领取福利。但这个数字中并没有包括一个重要的组成部分，即20世纪90年代后期以来在国有企业的精简大潮中下岗的广大员工。在本书的第一章里有过介绍，在那段时间，大约有2 500万～3 000万人失去了原来的工作。

这部分人没有包括在登记失业人数里，因为他们从来没有被当成正式失业。由于国有企业缺乏有效的破产制度，工人们的一些关系依旧挂靠在原来的企业，并且每月可以从政府那里获得少额的生活补贴。官方对他们的正式说法是“下岗”，而非失业。

如果把这部分员工加入登记失业者的队伍当中，那么城市失业人数将有大幅度攀升。图100显示了按照如下三种不同标准计算的城镇失业率：（1）官方公布

的就业人数与处在经济活跃年龄段的人口总数的差额；(2) 我们自己的研究团队的估计，由官方公布的登记失业率加上下岗工人的因素；(3) 以上两种标准的平均值。我们认为最接近实际情况的估计是，在1999～2000年之间，中国的城镇实际失业率攀升到了顶点，大约为10%左右。

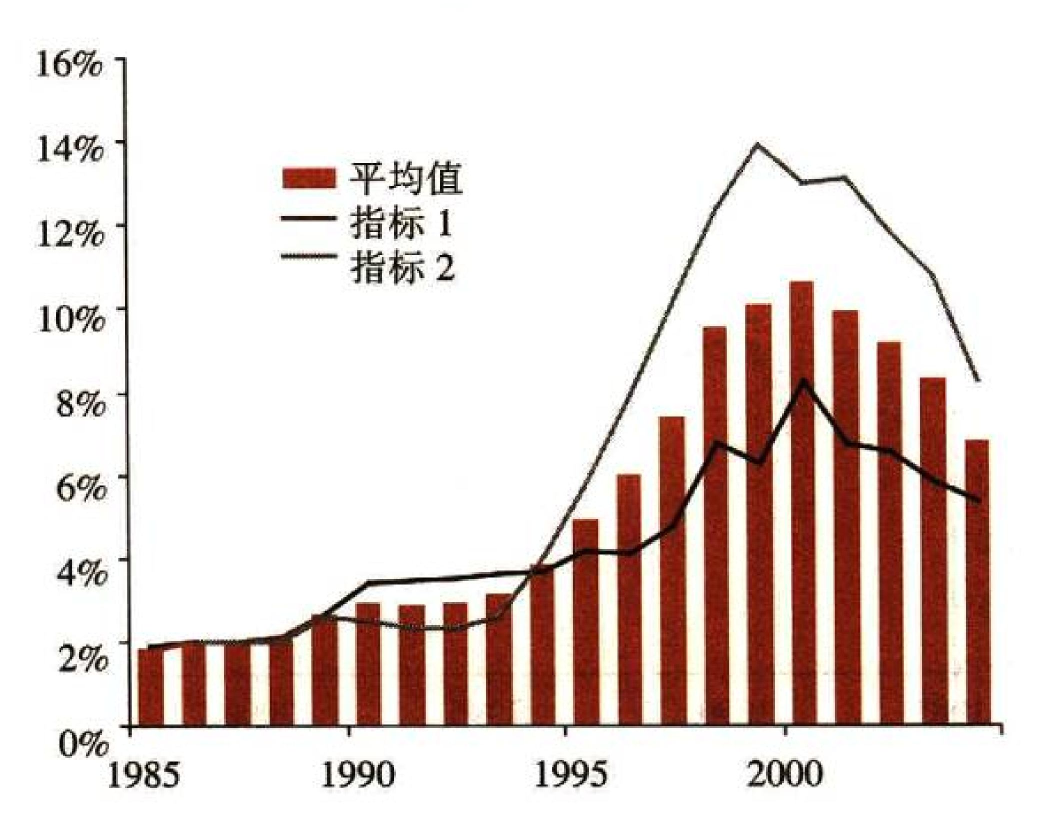


图 100　对中国城镇实际失业率的不同估计——重要的是变化趋势一致

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

更为重要的一个结论是，不管采用以上哪种指标，城镇失业率在过去5年以来一直在下降。根据图100，我们认为中国目前的城镇失业率有很大的可能在6%～8%之间。

这些数据很好地反映了宏观经济背景。20世纪90年代后期，随着经济泡沫的破灭，工业利润出现大幅度下降，投资需求萎缩，真实GDP增长速度大大降低（参见图101，瑞银证券研究部的估计数据）。相反，在过去5年，中国经济明显复苏，2003年的增长率更是达到了12%的顶峰。因此，失业率没有继续攀升，也就不令人意外了。

在图102中我们也能看到类似的趋势，它反映的是官方发布的城镇真实工资水平的数据。很明显，在20世纪80年代后期和90年代后期，当国民经济处于低迷的岁月时，城镇的真实工资水平也陷入停滞，而从2000年开始，工资却出现了前所未有的涨幅，平均每年提高10%左右。这同样说明，关于中国的失业问题正变得日益严峻的看法并不符合实际。

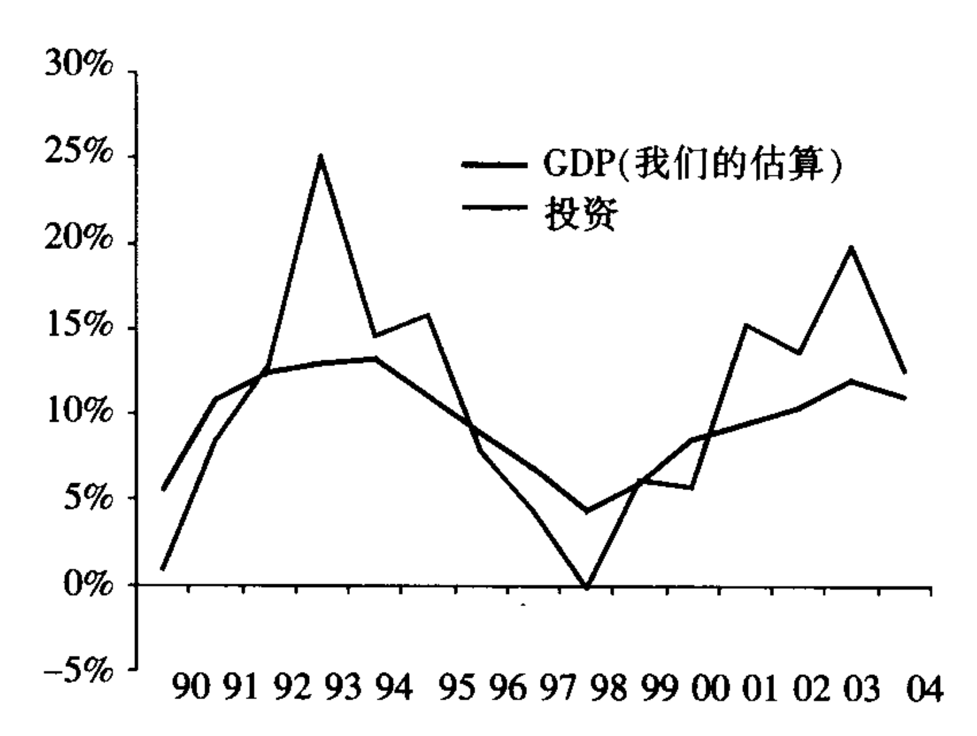


图 101　中国的真实 GDP 和投资的年增长速度——经济复苏消化了失业率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

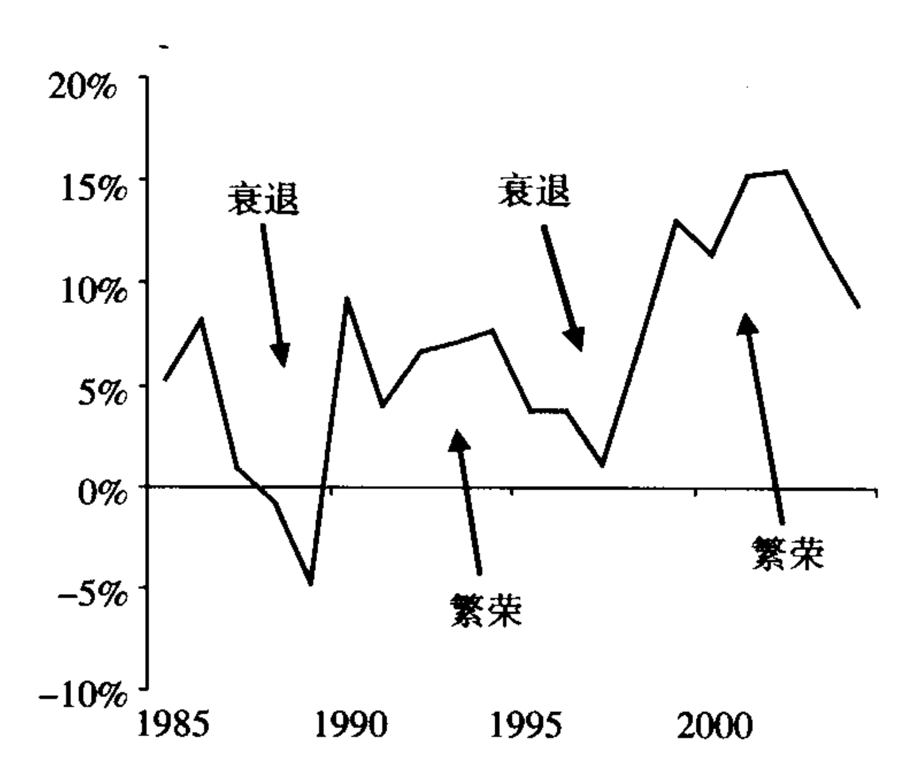


图 102　中国的城镇真实工资水平的年增长速度——失业问题并没有恶化

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

农民的就业——多达数亿人的隐性失业?

综上所述，城镇的就业形势还算过得去——但是精明的读者当然会指出，上述的分析漏掉了矛盾的主要方面：我们只讨论了城镇的失业压力，而忽略了在中国占主要部分的农村人口。难道中国的广大农村不存在大量的失业（或者更准确地说是“隐性失业”）现象吗？

我们的回答既是……又不全是。从中国政府公布的户口登记数据中可以看出，“农业”人口大约有 9 亿人，其中 8 亿人的户口在农村，其余属于小城镇。即使只计算户口在农村的居民，那么处在工作年龄段（15 ~ 59 岁）的人口大约也有 4.5 亿 ~ 5 亿。

一些学者的研究表明，只需要大约 1 亿 ~ 1.5 亿的农业劳动人口就足以实现中

国现有的农作物产量。因此，从理论上说，大约有多达3.5亿的农村劳动人口属于“富余”劳动力——他们本身并没有失业，但属于理论上所说的“就业不足”，具体来说，就是可以把他们转移到其他地方去工作，而不会对现有的农业产量带来显著影响。

乍一看，3.5亿仿佛是个难以想象的天文数字，但我们要提醒读者记住如下三点：首先，这种劳动力过剩的情况并非中国所特有，实际上，世界上几乎所有低收入国家（包括邻近中国的亚洲发展中大国，如印度、巴基斯坦、印度尼西亚以及菲律宾等）都受同样的问题困扰，都拥有为数众多的农村富余劳动力。如果把这些人计算在失业率中，在国际间进行比较的话，那么中国的数字并不显得特别突出。

其次，中国的隐性失业数字相对而言还比较低，原因很简单，已经有相当多的农村剩余劳动力到其他地方务工去了——其转移幅度之大远远超过多数低收入国家。我们的研究表明，实际从事农业劳动的人口只有约3.5亿左右，也就是说，可能有多达1.5亿中国农民已经从土地中解放了出来。其中，一部分人依然留在农村，从事其他生产行业，而主要部分都去了更发达的沿海地区，如广东、福建、浙江和江苏等省，从事制造业和服务业。人口普查数据也显示，从农村外出的“流动”人口大约在8000万~1.2亿左右。

第三，就业不足是理论上的一种定义，它本身并不意味着存在严重的社会和经济风险。请大家注意，这些“富余”的农民并非没有工作，他们仍然在辛苦地耕地，或从事其他农业劳动。在下一节里我们还将深入讨论，对农民来说，更重要的问题是收入增长缓慢、土地承包权利缺乏保障等，而这些方面的情况同样有显著改善。

由于以上几个原因，绝大多数关于发展中国家城镇失业问题的研究人员在计算失业率的时候都没有把农村的富余劳动力包括进来，而是把范围局限于城市的劳动力市场。我们在本节的研究也将沿用这个惯例，对中国失业率的估计仅包括了城镇失业人口。

新的就业岗位——每年上千万的压力?

如以上的分析所述，中国的城镇失业率并非高得可怕，而且近年来已经有所改善。同时，农村的剩余劳动力问题也没有众多评论家们所渲染的那样夸张。

但是，目前的良好趋势是否有可能被逆转呢？就在我们撰写本书的时候，中国经济正在从新一轮的过热状态中减速，假如出现“硬着陆”，那会引发哪些问题？另外，随着大量的年轻劳动力的加入，中国是否需要每年创造上千万个新的

工作岗位才能满足就业的需要呢?

关于中国经济增长的前景，我们将在本章的最后一节以及后面的各章中进行讨论，总的来说，我们认为中国经济在最近几年不存在太令人担忧的出现硬着陆的危险。

人们普遍认为，中国面临着创造大量的新的就业岗位的艰巨任务，但许多人夸大了问题的严重程度。从当前的情况看，情况大致是这样的：在过去10年，中国的劳动力队伍每年净增700万~800万人，参见图103①。但如果我们继续看对今后20年劳动力增长情况的预测，就会发现从现在起直到2010年，大陆每年会净增劳动力约500万人，在那之后，劳动力总量的增长将会停止，甚至出现下降。这种急剧变化的原因正是计划生育政策所导致的中国人口结构的迅速变迁，在本书的第二章里我们已经做了详细介绍。

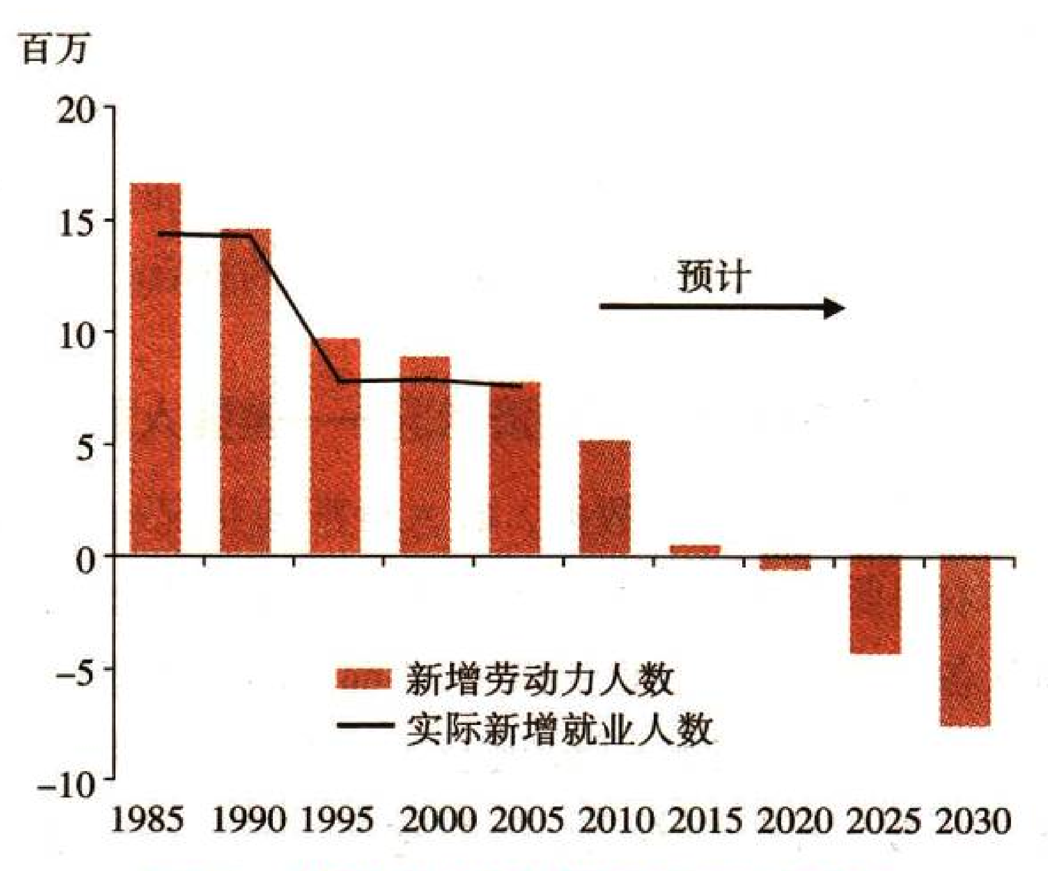


图103 中国的劳动力总量的增长将逐渐停滞

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

总的来看，为新增加的劳动力创造新的就业机会不会产生太严重的压力。恰恰相反，从人口学的角度来考虑，中国未来可能面临的真正挑战是为继续支持快速的经济增长找到高素质的劳动力，这将在本书后面的章节里进行详细讨论。

① 图103低估了过去20年中国新创造的就业岗位的数量。原因在于它没有包括从农村进入城镇的移民的数据，或者说，我们并没有把农村的富余劳动力视为失业，因此当他们进城从事制造业或服务业的时候，就只是作为劳动力在不同产业部门之间的转移。假如把劳动力转移的因素考虑进来，那么自1990年以来，中国每年新创造的就业岗位的数量还会增加400万~500万。

农民和农村移民：好转的迹象

毫不夸张地说，在过去10多年里，如何帮助中国的8亿农民提高生活水平的问题一直是政府关心的头等大事。农民收入增长缓慢，税收负担沉重，城乡收入差距拉大，土地权利得不到保证，从20世纪90年代以来，这些问题引起农民的不满加剧，媒体上关于农村各种不安定事件的报道也屡见不鲜。这些矛盾是否会形成导火索，导致中国农村经济的彻底崩溃呢？此外，涌向城市的大量农村移民是否会引发其他各种社会矛盾？

我们的看法没有那么悲观。与政府一样，我们也对发展农村经济深表关注。然而与其他低收入国家的情况相比，中国的农业部门的表现基本上还算差强人意——特别是在改革开放以来的20多年里，总体情况已经大有好转。同时，流向城市的农村移民绝非不稳定的根源，而是创造国民收入和支撑经济增长的鲜活动力。

中国农民的实际经济状况——差强人意

由于普遍缺乏农村经济的统计数据，收入分配的状况也相差悬殊，因此要准确比较世界各国的农民收入水平是非常不容易的。我们考虑采用一种最为简单直接的办法，就是从各国的GDP数据中得到农业部门的附加值，再除以全部农业人口。结果发现，在2004年，中国的人均农业附加值大约为375美元。以西方国家的标准来看，这样的数字显然很有限，但与越南、印度和巴基斯坦的同行相比，中国农民的情况似乎要好一些，他们的收入水平应该与印度尼西亚和菲律宾农民大体相当（参见图104）。

如果采用其他的测算方法，那么有关农民收入的排序结果可能会有微小的变化，但总的结论应该是清楚的：按照亚洲发展中国家的总体标准来看，中国农民的境遇并不算特别糟糕，而且明显强过有的国家。

除此之外，在中国大陆，农村的土地分配相当平均。在20世纪80年代早期，政府废除了原来的集体公社体制，把土地分配到个体农民手里（在全国范围内，平均每个家庭所占有的耕地面积大约为半公顷）。到2004年，国有农场所提供的产量只占全国农业产量的3%。几乎所有的农民都拥有自己的一小片土地，这是个重要的事实，也是中国的巨大优势。而在世界其他许多新兴经济体中，失去土地的农民则是个非常普遍的现象。在亚洲，只有越南的土地分配现状与中国相似。

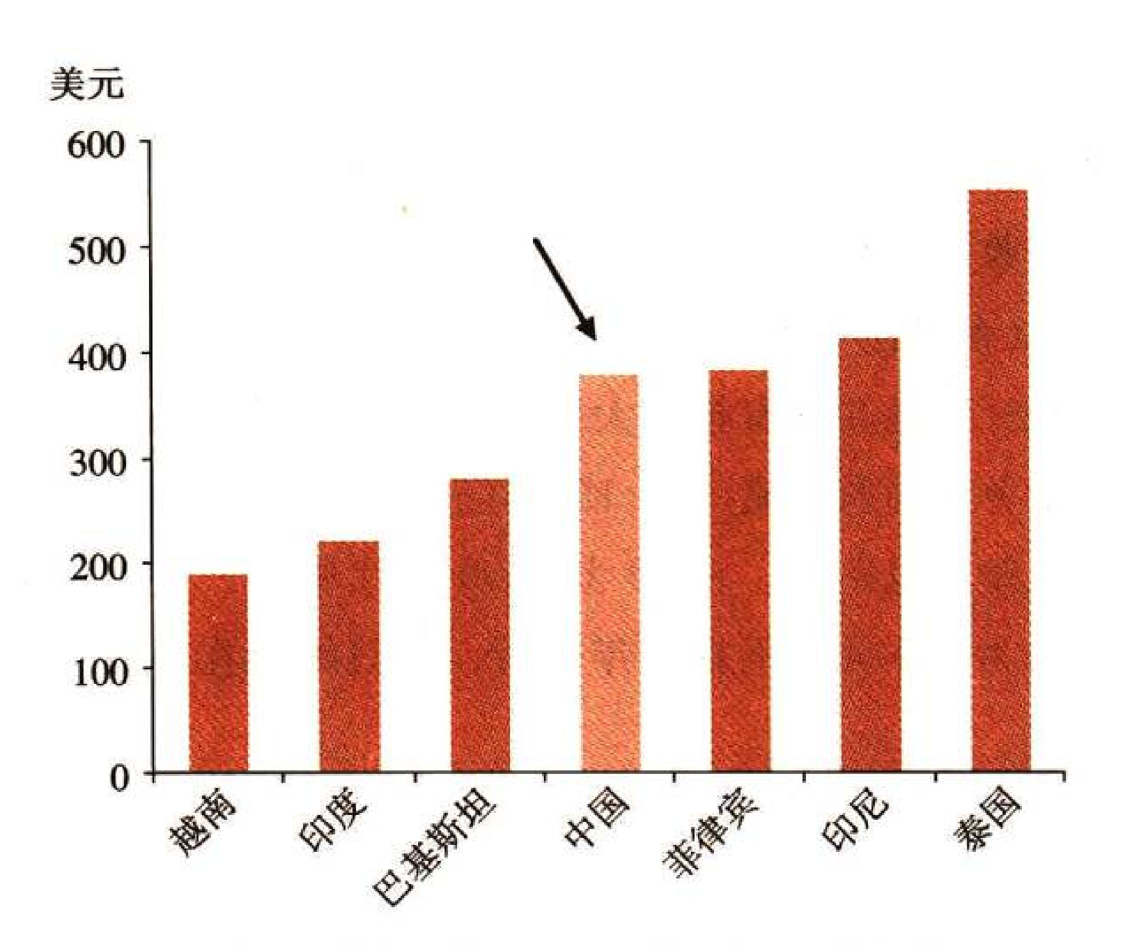


图 104　亚洲主要经济体农民的人均农业产值对比

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在人口结构方面中国也有自己的优势，它的农民家庭的平均规模是 3.5 人，或者说每个家庭只有 1.5 个小孩，因此不存在其他国家那样巨大的农村人口迅速膨胀的压力（参见本书第二章的论述）。

最后还要注意，中国还存在大约 1 亿人的农村流动人口。这些人大多在 30 岁以下，在城镇从事制造业、建筑业和服务业——无论是从绝对数量还是从相对比例上看，都要比邻近的发展中国家高很多。许多在海外工作的菲律宾人把收入寄给家人，帮助稳定了祖国的经济，中国也是一样，从城市流回来的大量汇款大大充实了中国农村人民的收入。

中国农民的实际经济状况——不断拉大的城乡差距

与周边的低收入国家相比，大陆农民的情况应该还算可以，不过这似乎不能给本国人带来太多的宽慰。因为对于社会经济的稳定大局而言，国内经济的增长形势和收入分配的相对比例才是最重要的因素。从这些角度来看，在过去十多年里，中国农民的状况可就糟得多了。

首先，农民收入的增长速度远远低于城市居民。2004 年，中国农民的人均纯现金收入只有 2 800 元，而城市居民的人均可支配收入大约是 10 000 元。当然，在绝大多数发展中国家，这种情况也是普遍存在的。然而，中国的广大农民显然并不熟悉其他国家的统计数据，他们只是清楚，周围的城里人的收入要比自己高很多。

更主要的是，在过去 8 年，城乡收入的差距迅速拉开。1990 年，农民的净收

人大约相当于城市居民可支配收入的50%，而到了2004年，这个比例已经下降到不到30%。自1996年以来，农产品价格一直保持稳中有降，结果导致即使农产量所有增加，农民的收入也只能以平均每年3.9%的速度递增，远低于城市居民收入8.2%的增长速度（参见图105）。

由于传统的统计体系并没有把广大的流动人口包括进来，我们并没有得到在制造业或服务业中务工的农村流动人口的详细工资数据。但从一些调查可以看出，这部分收入的增长速度也不高，在20世纪90年代中期，一个年轻的农民工每月的净现金收入大约为500元，而在7年以后，也只维持在每月600~650元左右，涨幅非常有限。

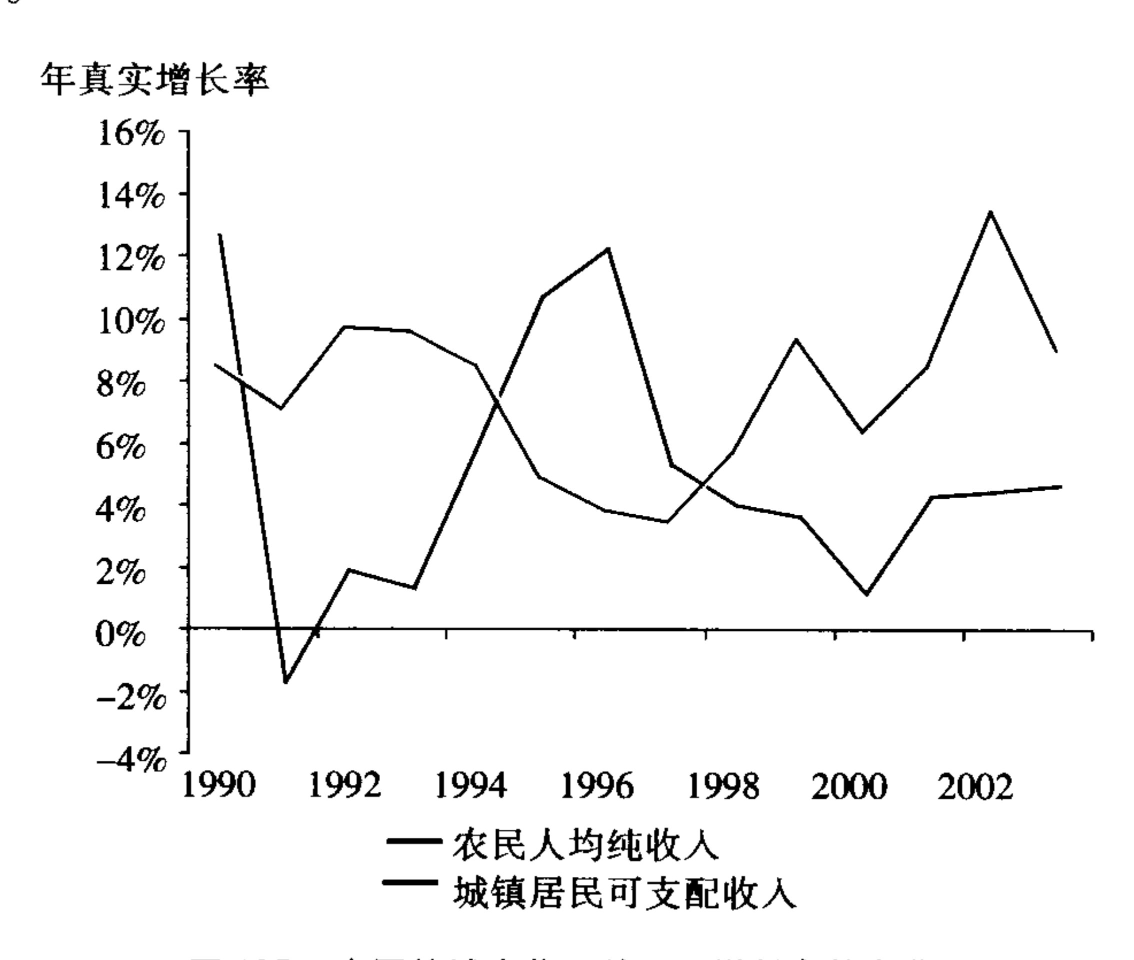


图105　中国的城乡收入差距：增长率的变化

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

或许有人认为，城市居民的收入增长速度固然更快，但假如农民的真实收入每年保持4%左右的增长速度，那还算过得去。但请注意，在过去10多年里，中国农村地区原来由政府提供的各种社会服务已经纷纷解体。在新中国的历史上，农村地区的医疗和教育服务虽然质量并不很高，但至少是向农民免费提供的。然而从20世纪90年代开始，各级地方政府的财政收入和支出开始实行分级管理，更糟糕的是，在90年代中期的经济泡沫破灭后，总体的财政形势显著恶化。

这样的结果导致，原来习惯于从上级获得拨款的乡村基层政府的财政状况变得非常紧张，不得不更多地自己想办法来筹集款项。于是，各种正规和非正规的农村税费名目大量增加，同时农村居民又需要负担越来越沉重的教育和医疗费用。加之农民收入增长缓慢，这一切都导致中国农村的社会矛盾趋于紧张。

最后一个问题是土地权利。在20世纪80年代早期废除集体公社制度时，政

府给农民提供了一个 15 年的承包期。这代表了一定程度的保障，当然地方官员依然可能利用行政手段对土地重新进行分配。在 90 年代后期，当第一轮承包期快结束的时候，农民们并不确信自己的土地承包权能否继续得到保证，使之一度成为关注的焦点。另外，随着中国的制造业和房地产业的繁荣，许多农民的土地被地方政府征用，他们得到的补偿远远低于土地的市场价值。

好转的迹象

以上我们所分析的情况自 90 年代一直持续到新世纪开始之后：农民收入增长缓慢，经济压力增加，社会矛盾激化（《中国农民调查》一书对此有过详细的记述）。中央政府虽然一直致力于加快内地的发展，提高农民收入，但收效甚微。

可是，在过去四五年间，中国的农民和农村流动人口却发现自己的经济状况已开始有所好转——在我们看来，这只是一个前兆，它表明在未来十多年里会出现一个长期的结构性的趋势，将继续朝有利于农民的方向发展。

农民收入迅速反弹

首先，农副产品的价格指数在历经多年的下降之后，终于在 2003 ~ 2004 年出现了迅速反弹（参见图 106）。实际上，到 2004 年中期，农产品价格才超过 1997 年的水平，但考虑到在 2003 年中期的时候，价格指数比高峰时曾下跌了 20% 的幅度，这样的涨幅已经不算小了（参见图 107）。尽管 2004 年的大丰收使农产品价格的上涨趋势走向平稳，但价格变化的总体趋势已不会再逆转。

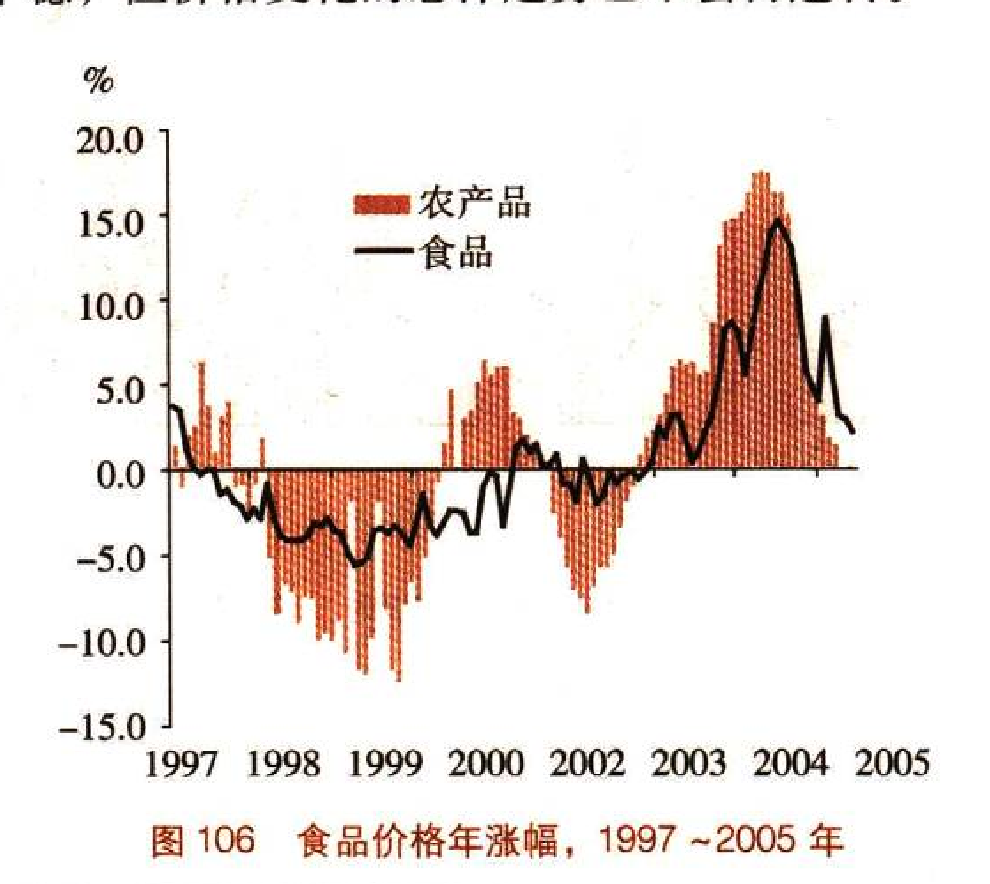


图 106 食品价格年涨幅，1997 ~2005 年

资料来源：《福布斯》杂志、瑞银证券研究部的估算。

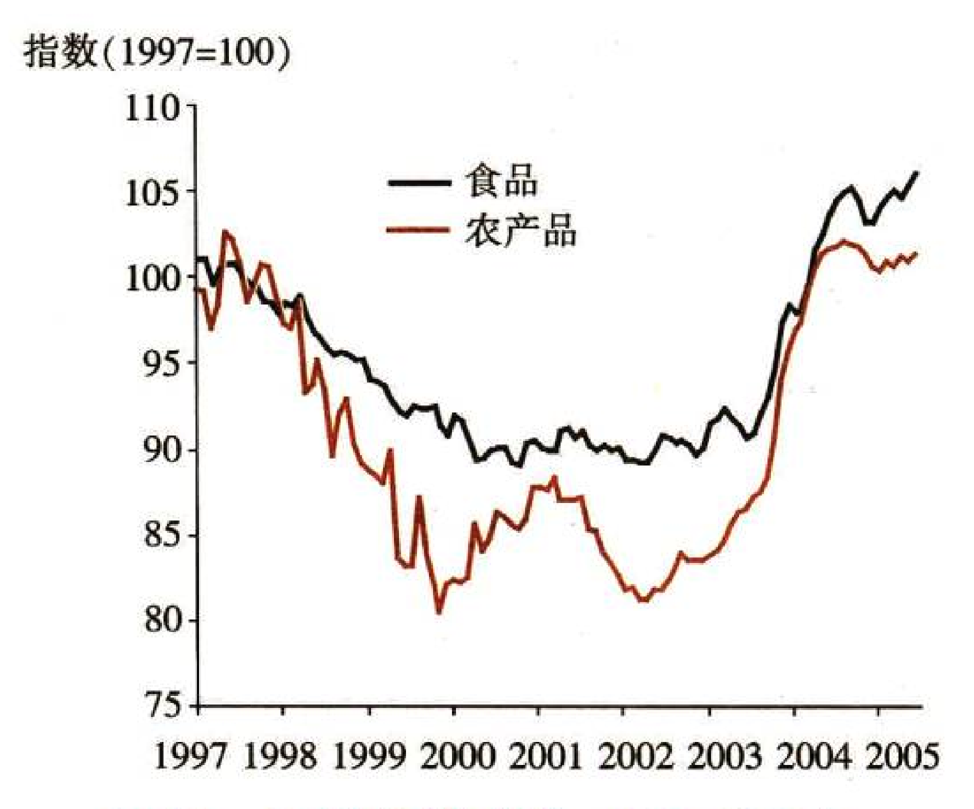


图 107 食品价格总体指数，1997 ~2005 年

资料来源：《福布斯》杂志、瑞银证券研究部的估算。

农产品价格变化的效果立竿见影，国家统计局的季度报告指出，农民真实收入在 2004 年出现了显著提高，在 2005 年更是出现了 20% 的涨幅（参见图 108）。自从该指标的调查开始以来，这是一个创纪录的数字，同时也显著高于城市居民的收入增加幅度。

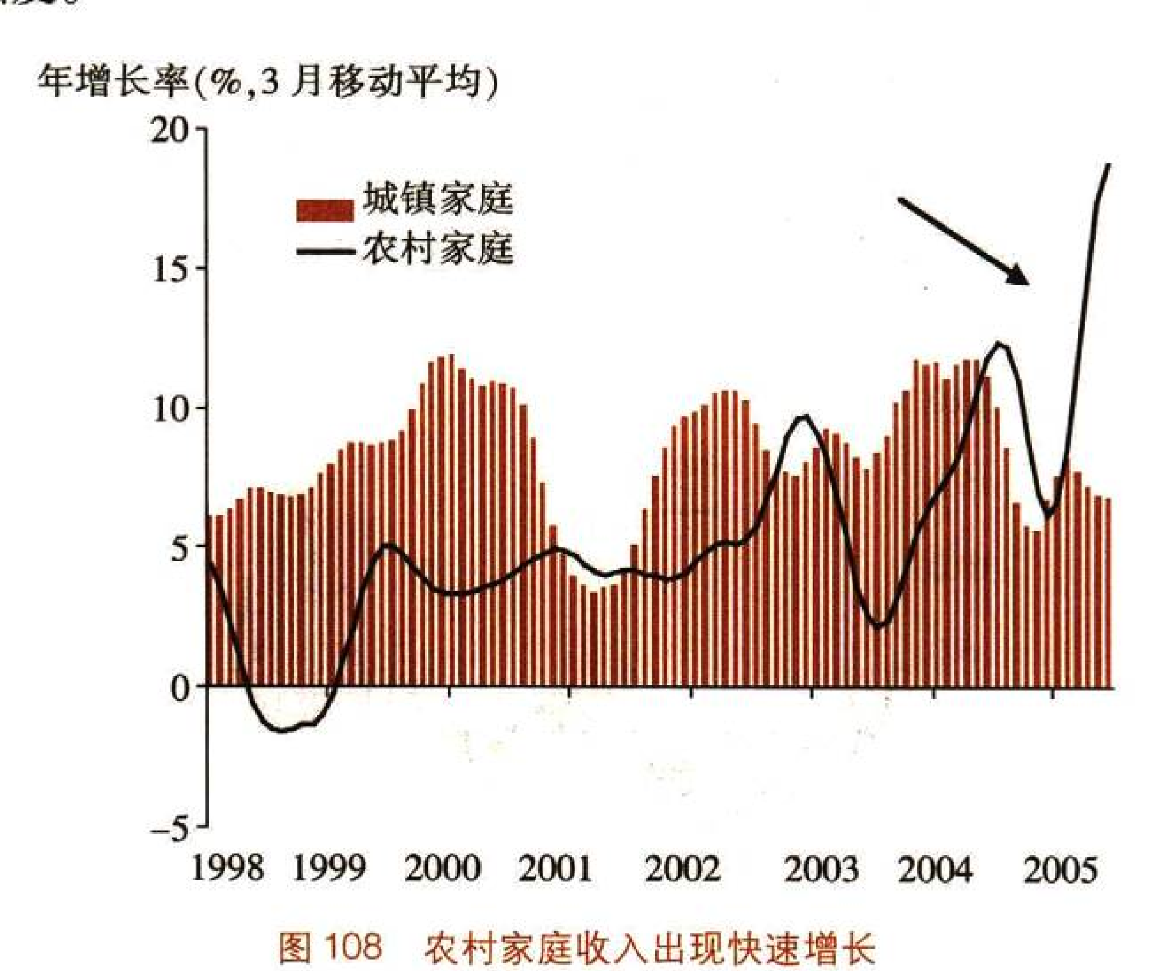


图 108 农村家庭收入出现快速增长

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

农产品价格为什么会出现如此剧烈而突然的上涨？这是一次偶发事件，还是更持久的复苏的开始？总的来说，我们认为农民收入的提高反映了以下三种趋势，它们都是中国经济内在的结构性变化：

（1）耕地供应减少。随着城市房地产市场的放开和抵押贷款市场的蓬勃发展，过去 5 年城郊地区的住房建设出现了高潮。与此同时，中国的年出口增长速度达

到25%，反映出制造业仍在快速扩张。加上客观地理因素的影响，在世界主要大国中，中国的耕地面积占全部国土面积的比例是最小的之一，因而城镇化和工业化必将使作物播种面积出现快速而持续的下降（参见图109）。



图109　土地供应减少与粮食播种面积的降低

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在2004年，农业用地面积出现了微小的反弹，那是因为政府暂停了征地以及提供了鼓励粮食生产的补贴。不过这两项政策都是临时性的，由于住房建设和制造业的增长将继续下去，我们相信从长期来看耕地供应仍将继续减少。

（2）食品需求增加。恩格尔定律对中国当然同样适用，在城市居民的全部消费中，食品支出所占的份额将持续下降——然而，食品支出的绝对数额仍将迅速增加。此外，我们注意到，在过去几年，中国人的食品结构已经更多地转向高热量食品（如人均消费的肉类和奶制品的数量迅速提高）以及加工食品（例如零食和快餐等），这意味着对饲料谷物和蔬菜油的需求将大幅度提升。

（3）粮食生产比重下降。土地利用政策的放开和食品消费结构的变化将对耕地的使用结构带来巨大影响，农民用来种粮的土地将会减少，而更多地转向附加价值比较高的产品，如奶制品、牲畜、水果和蔬菜等（参见图109），对农民收入而言，这种结构性的变化将产生积极的效果。2004年，政府冻结土地征用和增加粮食补贴的政策带来了粮食播种面积所占比例的反弹，但它是临时性的，从长期来看无法阻止市场的总体趋势。

农民工——工资开始上涨

在第二章中，我们曾对农村劳动力转移的趋势做过详尽的分析，这里再强调一下几个主要观点。首先，绝大多数从农村出来的流动劳动力都非常年轻。

有调查显示，绝大多数轻工制造业工厂都只雇用18～26岁的年轻女工，而大多数男性农民工则集中在建筑业，他们主要也是由30岁以下的未婚人群构成。

其次，我们在上文研究农村失业问题的时候介绍过，中国农村大约还有2亿人左右的富余劳动力。但如果只考虑15～29岁之间的劳动人口，那中国已经快出现劳动力“短缺”了。在这个年龄段的农村人口的总数大约为1.85亿，假定其中有1亿人去城镇务工，那已经占一半以上了。在剩下的人当中，有许多在务农、上学、照顾家里的老人或残疾亲属。因此，我们可以理解，为什么许多发达地区的企业主已开始抱怨不容易找到合适的工人了。

在未来，这个问题还将更加突出。因为有一个趋势值得注意，15～29岁年龄段的人口已经开始递减了。虽然劳动人口的总数还没有达到峰值，但从结构上看，生育高峰时期出生的人口已经进入比较高龄的阶段，年轻人的补充出现不足（参见图110和图111）。

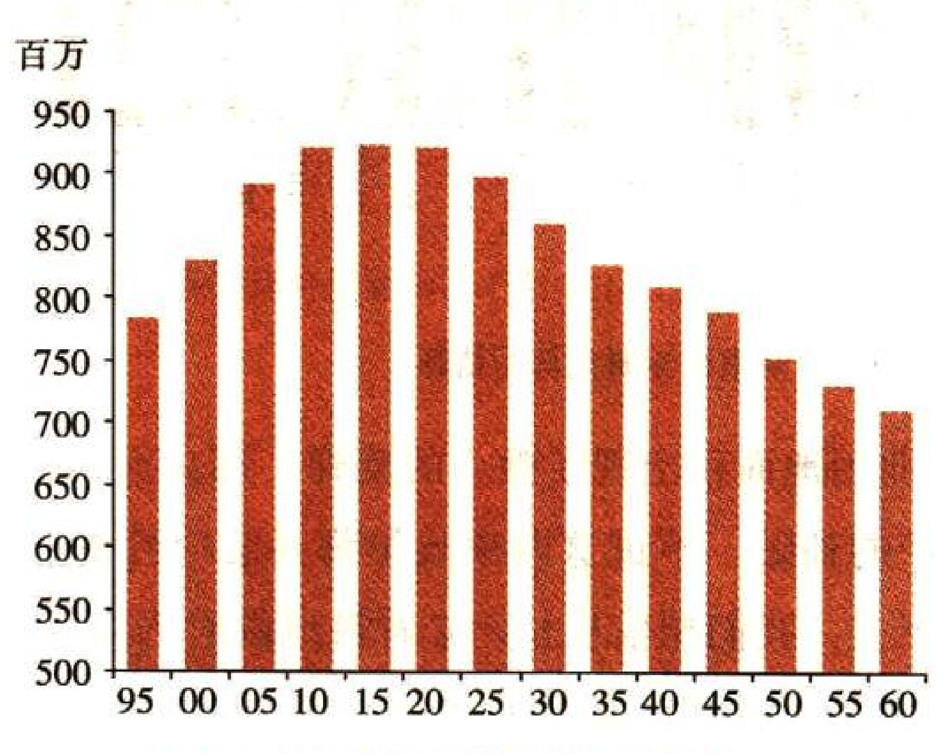


图110　中国的劳动力总量仍在增长……

资料来源：联合国人口署。

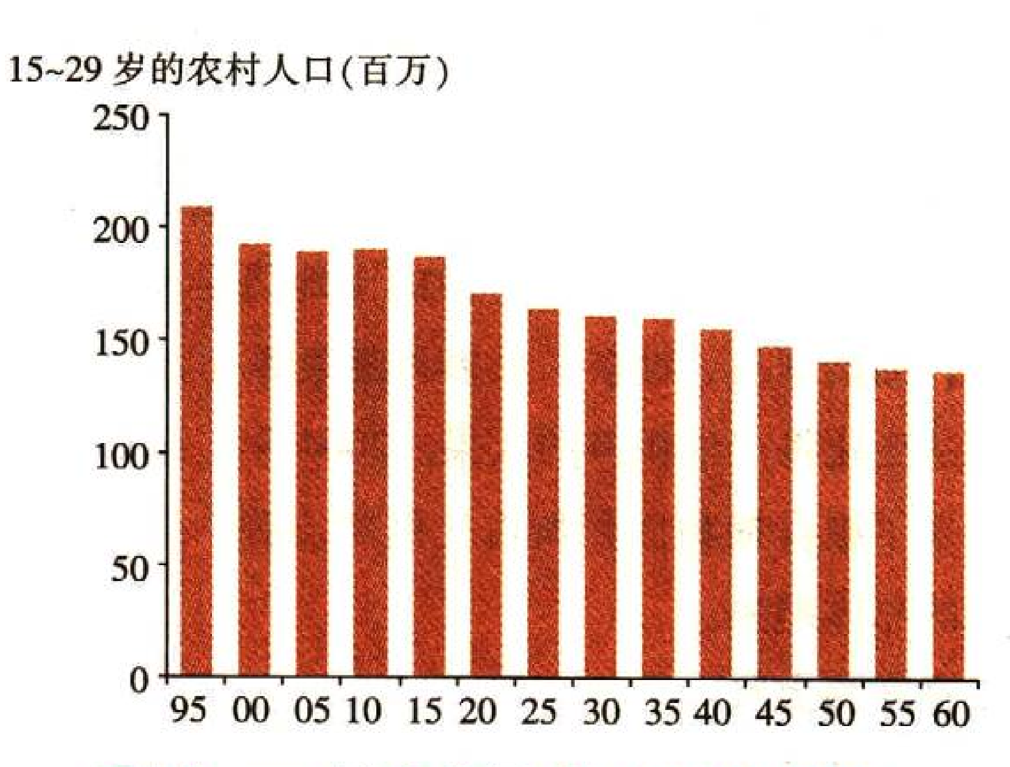


图111　……但年轻劳动力的供应已经出现短缺

资料来源：联合国人口署、瑞银证券研究部的估算。

随着30岁以下的农村男性和女性劳动力供应的递减，大陆的制造业和服务业开始抱怨劳动力出现“短缺”，也就不让人感觉奇怪了。劳动部的有关调查显示，过去两年雇佣的新农民工的工资已经涨到了每月800~900元——而且应该会继续上涨。同时，许多企业为了留住工人，也开始承诺更好的条件，改善住房、医疗甚至照顾子女的服务。所有这些都表明，中国的农村流动人口的生活将得到改善。

税收负担降低

另一个重要变化是农民的税收负担降低。在后面的第五节将会谈到，在过去几年，中国的财政收入有了大幅度的增长，这使中央政府有能力着手取消农业部门的各种税费，以及向省级和基层政府转移更多收入。农民家庭在收入提高的同时，实际有效税负却出现下降，我们相信这个过程还将持续下去。

土地权利保障的改善

最后一个变化是签订了更长期的土地承包协议。从1998年起，政府开始正式执行新的承包政策，授予农民30年的土地使用权，以代替原来签订的比较短期的承包协议。此外，这个新协议提供了更明确的保障条款，并且或多或少具有了交易性。2002年末的调查显示，约有一半左右的农民家庭已经接受了为期30年的新承包协议，这个比例此后还在不断增加。政府还采取了其他措施，防止地方官员以其他名义擅自对农民的土地进行重新分配，特别是在2002年召开的全国人大上通过了新的法律。

前方要走的路当然还很长，农民的合法权利在许多地方依旧得不到有效保护。但是，土地权利的改善，以及农产品价格的提高，已经产生了积极的结果，使中国的农业投资有了迅速提高。国家统计局的数据显示，在过去5年，农业、林业和畜牧业的名义投资额的年增长率大约为10%，而在2005年则跃升到了30%以上。

中国的贫民区?

最后再谈谈中国的贫民区问题——或者更准确地说，中国为什么不存在大规模的贫民区？许多去孟买、雅加达、墨西哥城、拉各斯以及其他发展中国家大城市的西方游客都注意到，那些地方有着可怕的贫民区，并在以难以遏止的速度蔓延，上百万生活贫穷的、被主流社会排斥的人拥挤在临时搭建的房屋里，既没有上下水，也缺乏电力供应。然而，人们在北京和上海却难以看到类似的景象，从市中心直到郊外，住宅和市容基本上还算整齐。这个差别令许多人非常感兴趣，他们不停地追问为什么在中国看不到典型的贫民区。

最常见的回答是，中国政府不允许这种现象的出现，通过烦琐的户口登记制

度和严格的人口流动限制，农村的穷人不能随便搬到城里去。这个说法在某种程度上确有其道理，但并非唯一的原因，因为其他许多国家也曾尝试过执行严格的城乡人口流动制度，却没有取得成功。同时，大陆的农村人口并非不存在流动，已经有多达1亿农民离开土地去城里打工了，在农村劳动力的流动比率上，中国在全世界范围内都处于领先水平。

实际上，有其他经济方面的因素发挥了重要作用，它们可以说是中国经济社会体系的“内生稳定器”。我们着重强调以下三点：

第一，中国的农村流动人口绝大多数都有工作。在过去5年，中国经济成功地创造了大批制造业和服务业岗位，与其他新兴经济体相比，这样的成就显得异常出色。在其他许多发展中国家，涌入城市的大批农村移民经常处于失业状态，由此衍生出许多社会问题。而中国的情形与当年的日本和亚洲四小龙非常相似，在这些经济体保持高速增长的阶段，同样没有出现过严重的贫民区问题。相反，它们都有着极高的国内储蓄率、投资率以及强劲的出口产业，中国大陆也不例外。

第二，土地分配的高度均等让农民有理由留在家乡。在每家每户都有自己的土地的情况下，即使那些“就业不足”的劳动力也能通过务农得到维持自己生计的收入。这个最低保障让农民不至于都孤注一掷地跑到外地去碰运气，如果他们发现不容易在城里找到工作，就会老老实实地待在家里。与存在大量失地农民的许多发展中国家相比，中国非常幸运。

第三个优势是中国的人口结构。上面介绍过，中国的农村家庭平均只有1.5个孩子，而在许多发展中国家这个数字却是3个、4个，甚至更高。生育率的不足显示，农村的富余人口未来将出现下降，而不是增加。同时，这也意味着已经出来务工的农民如果回到农村，依然有把握继续承包自家的土地……实际情况也的确如此，有相当多的农民工在攒下一笔小钱以后还是回到了故乡。

最后这个特点的重要性再怎么强调都不过分。在许多发展中国家，农村人口一旦涌入城市，就再也不会回头了。但是在中国，我们却明显观察到一个双向流动的规律。虽然说，不是所有的农民工都会在30岁左右回家。不过许多外出务工的人的确发现，自己用好几年辛苦劳动所攒下的积蓄在城里根本算不了什么，但回到农村还算一小笔财富。于是，他们纷纷回到家乡，娶妻生子，开始了独立的家庭生活。

富人阶层：收入分配不平等到底有多严重?

在上一节里，我们考察了城乡之间收入水平的相对变化，并说明历史上形成的巨大差距为什么有望在未来得到缩小。同样的道理也显示，中国的沿海地区与内陆省市之间的发展不平衡状况将会得到改善。

不过，在另外一个重要领域，不平等的局面还在加剧，而且在未来数年将会持续下去，那就是富人阶层与普通民众之间的收入差距问题。过去十多年以来，大陆经济以前所未有的速度创造着巨额财富，与此同时，中国已经从20世纪90年代早期一个收入分配非常平均主义的国家变成了一个拥有显赫的“豪富”阶层的社会。

举一个例子，《福布斯》杂志每年都会发布中国的“百富榜”①。在2001年，也就是这个排行榜发布的第1年，前100名富豪的净资产的总和为150亿美元。而到了2004年，这个数字已经飙升到290亿美元——在短短三年的时间里几乎翻了一番。对于那些人均收入只有1 000美元出头的普通民众而言，这可是个令人关注的统计。

更为复杂的问题是，公众越来越关心市场环境是否能保持公平。大陆的财经报刊对于政府官员滥用特权、涉嫌经济腐败的事件尤其关注（在本章的第五节，我们还将深入讨论该话题），特别是最近以来有关“内部人”私有化所引发的各种问题。迄今为止，政府从中小型国有企业中退出的最普遍的做法就是将自己的股份卖给现任的管理层，其成交价格往往很低，甚至低于企业账面资产净值。大众传媒纷纷谴责这种行为是贱卖国有资产，让经理人捞到了额外的好处，损害了纳税人的利益。

在许多观察家眼里，这些报道让人联想起俄罗斯曾经发生的事情。在那里，少数有关系和权力的寡头分到了大量国有资产，结果造成了严重的社会不满和阶级对立。

这种情况会在中国爆发吗？我们认为不会，理由有如下三个：

1. 关于贫富差距的扩大。

尽管富人阶层在迅速崛起，但从宏观数据来看，中国的贫富差距并没有特别

① 详细资料参见：www. forbes. com。

拉大，经济增长的好处得到了各个阶层的分享。图112显示的是过去20年里中国和俄罗斯的人均收入水平的变化。在1990~2000年期间，俄罗斯的寡头们正在攫取大量财富，而普通民众的真实收入水平却在持续下降。直到2004年，该国的人均收入也仅比1985年的数字高40%。

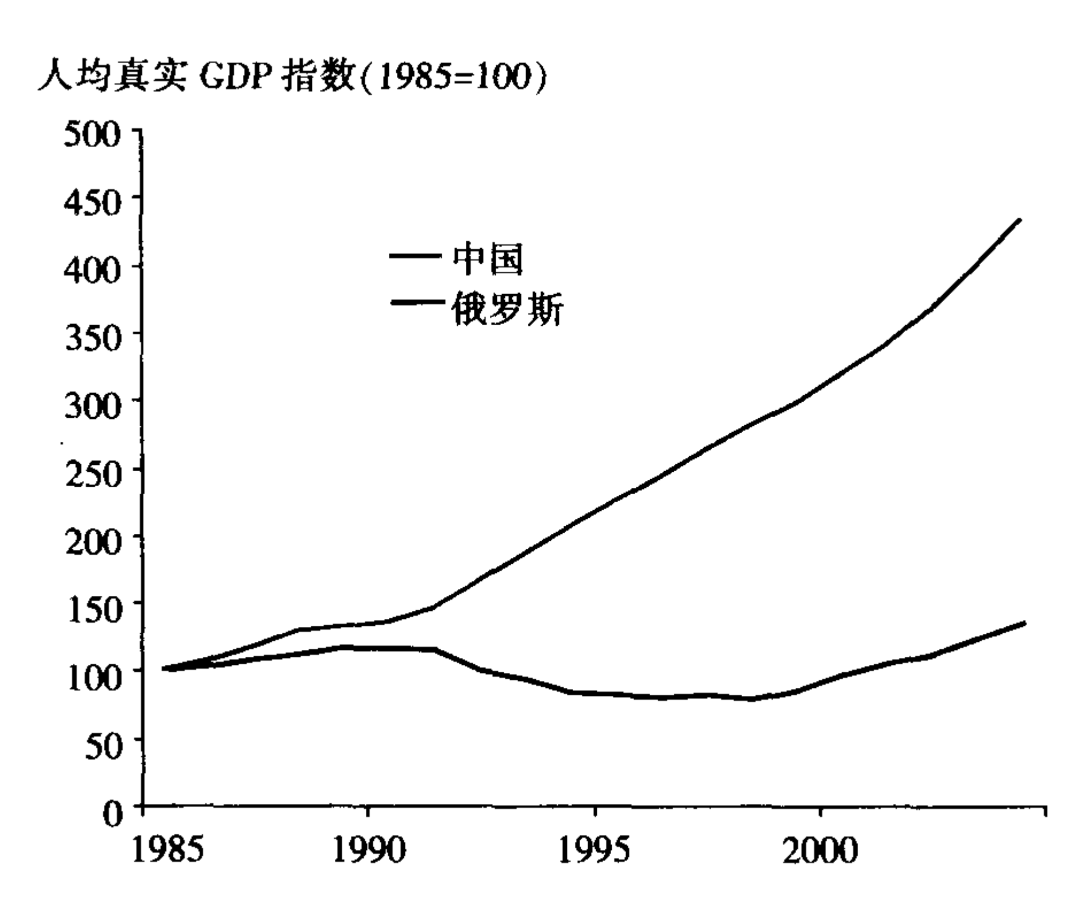


图112　中国和俄罗斯的人均收入水平的变化：完全不同的轨迹

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

然而，中国的人均收入却在过去20年里翻了两番以上，让数亿人摆脱了国际上认定的贫困状态。的确，随着经济的增长，少数人积累下了巨额的个人财富，但同时这里也创造了总数约为5 000万人的中产阶级（按照我们的定义，人均年收入超过5 000美元），而且这个数量还在以每年两位数的速度递增。

2. 关于财富的集中程度。

目前还没有人对中国和俄罗斯的财富集中程度进行详细比较，我们也未得到有关的精确数据。但从大致的情况来看，福布斯百富榜显示，中国的首富们总共掌握着290亿美元的净资产，不到年GDP（接近于全体国民收入）的2%。俄罗斯的情况与此相比却有天壤之别，在那里，前100位富豪掌握了1 370亿美元的资产，相当于全体国民收入的25%。

3. 关于中国经济体系的活力。

最后，与俄罗斯相比，中国的财富创造活动的领域要广泛得多，活跃程度要高得多。同样根据福布斯的调查，在俄罗斯前100位富豪所掌握的全部资产中，有87%都集中在金融产业以及资源部门（参见图113）。然而，中国的富人们所处的行业背景就要复杂得多，遍布各种产业部门，包括零售、电子、农业、房地产、金融、重工业、资源产业，等等，没有哪个行业占据着绝对的统治地

位（参见图 114）。

更主要的是，根据我们的研究，在俄罗斯前 10 大富豪中，至少有 9 位的巨额财富是通过国有资产私有化直接攫取的。相反，在中国的前 10 大富豪中，只有 1 位的企业有过大型国有企业的历史背景（中信泰富），其他 9 位都是从私人企业或者从比较小型的国有企业起家，然后逐渐成长起来的。

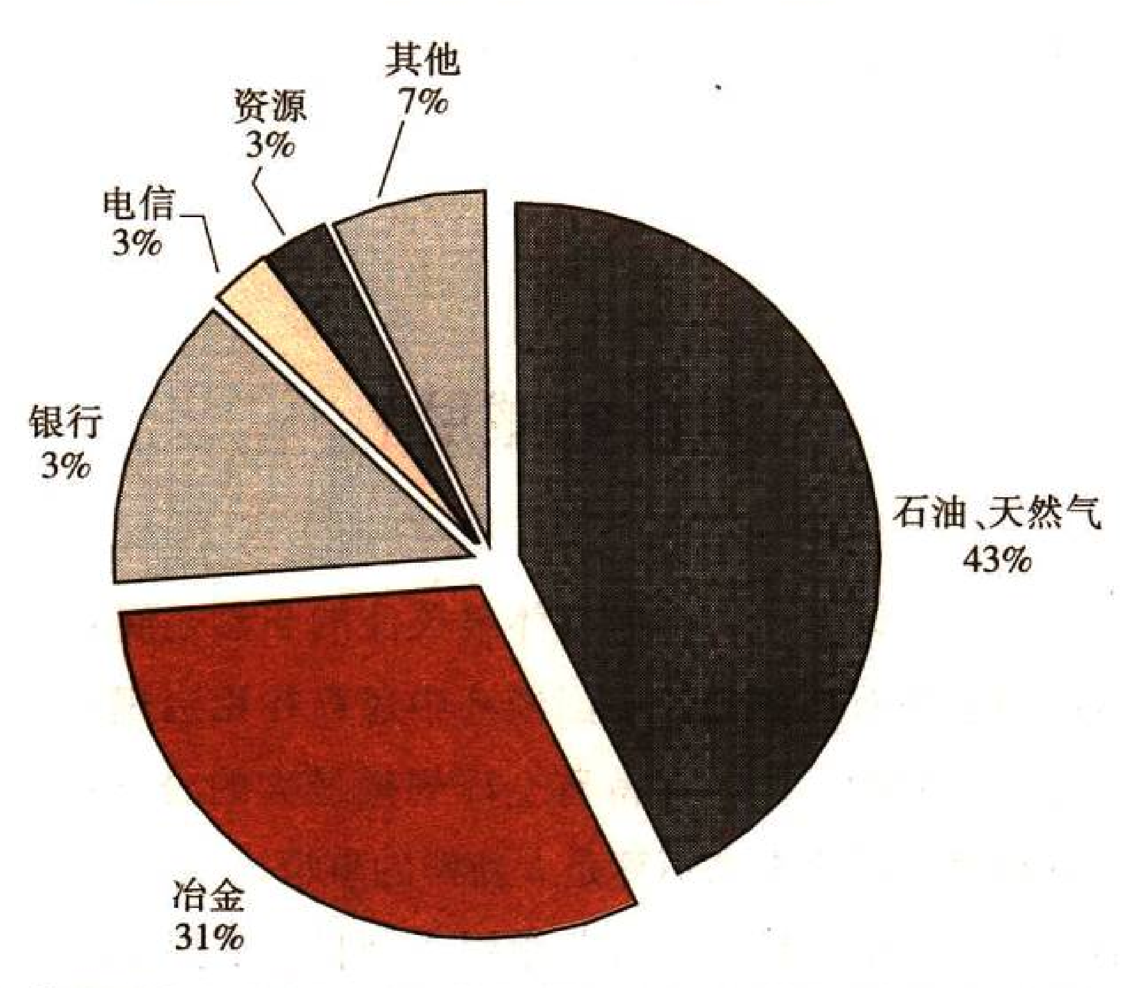


图 113　俄罗斯前 100 位富豪的企业的产业结构：高度集中在金融与资源相关部门

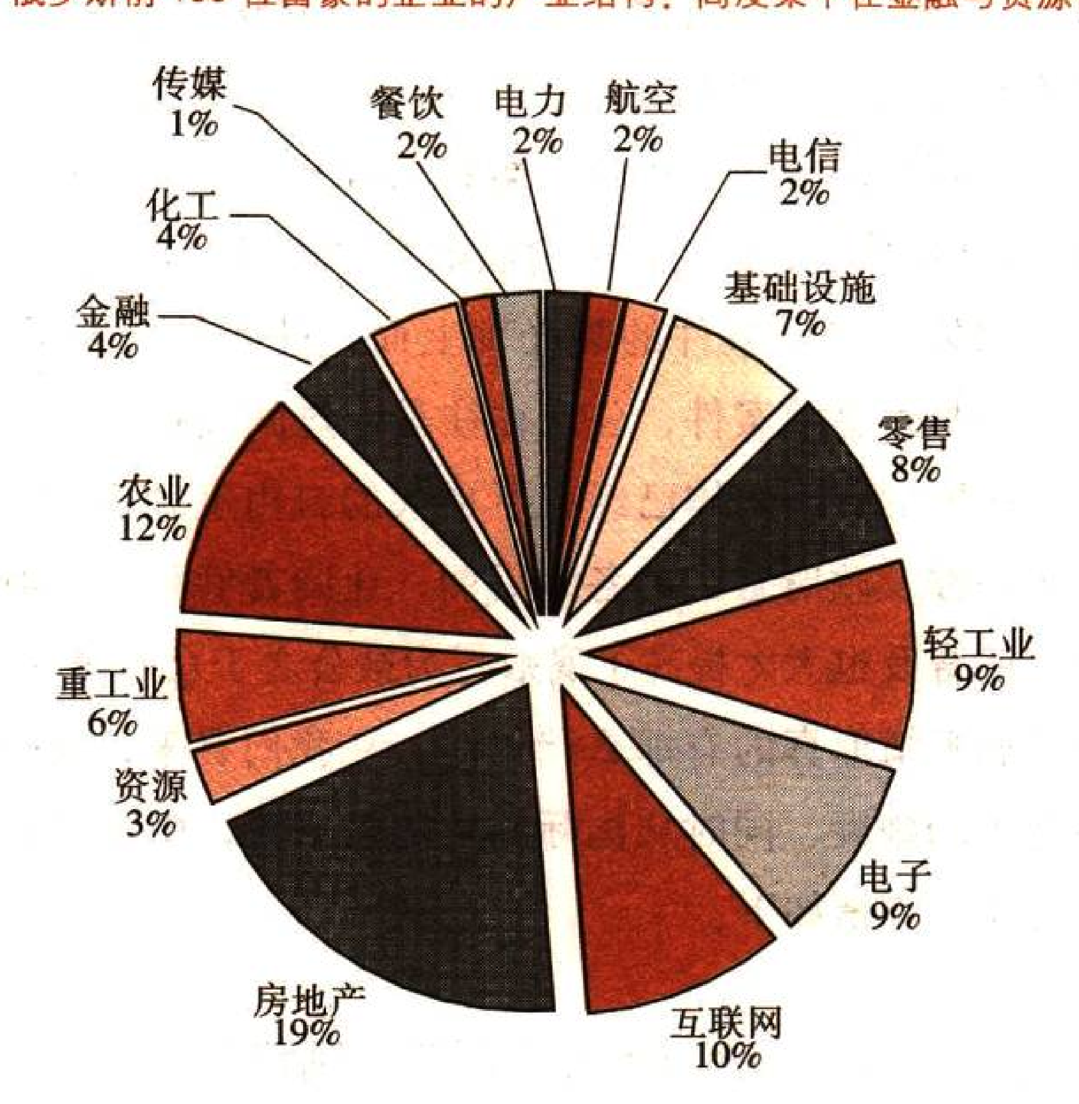


图 114　中国前 100 位富豪的企业的产业结构：遍布各种产业领域

资料来源：福布斯杂志、瑞银证券研究部的估算。

还有，俄罗斯富人阶层的组成是相当稳定的，我们发现前100位富豪及其企业在各年的排行榜中很少发生变化。然而在中国，福布斯排行榜上前100位的富豪在过去5年里每年的更新率都达到了30% ~35%。

因此，我们的结论是，富人阶层在中国当然还会继续扩大，但这里不会出现俄罗斯那样的寡头经济。中国经济的增长成果将被全体社会阶层所分享，并且，通向富裕的机会是广泛而活跃的，所以我们并不过分担心贫富差距会带来严重的社会后果。

腐败的威胁？

在本章要探究的各种问题中，国内媒体最关注的当然是腐败，对于普通公民来说，这方面的报道也最有震撼力。中国经济中还存在相当规模的国有成分，又经历过漫长的计划经济时期，同时保持着全球规模最大的公务员队伍，因此，在经济生活中出现各种腐败现象本来不算是太新鲜的事情。

从表面上看，有关的统计数字的确非常引人瞩目。根据最高人民检察院的报告，自1998年以来，平均每年立案的腐败案件有35 000起之多，每年涉及到的罚金以及挽回的财产损失之和超过40亿元。与20世纪90年代上半期相比，这些数字都有明显提高，在当时，平均每年的立案数只有几千起，涉案金额也要低几个级数——更不要说80年代了，那时的政府腐败案件相当少见。

另外，在国内媒体对腐败事件的曝光率上面，进展就更大了。就在10多年前，官方媒体还很少报道腐败案件，公众往往是通过间接报道或者传言来了解有关情况。而今天，中国的财经媒体已经有了更大的自由度和主动精神，它们不惜把显要版面用来追踪涉及政府官员的各种丑闻，让读者们频繁地看到新案件的消息。同样，互联网的普及也大大提高了腐败行为被公之于众的概率。

但是，实际的腐败情形真的有那么严重吗？在我们看来，腐败问题在表面上的加剧有被过分夸大的嫌疑，同时从国际间的比较来看，中国的政府治理水平其实得到了相当的肯定，详情如下：

新的司法体制和严厉的反腐政策

我们首先必须承认，在过去20年里大陆的法制环境已经发生了巨大的变化。在20世纪80年代，以西方人士的标准来看，中国基本上不存在像样的司法体制，

普通的中国公民在自身权利受到侵害的时候也很少通过诉讼来寻求保护。但是今天，中国的民商法体系已经有了长足的进步，司法的独立性也有所加强。这明显提升了人民对司法制度的信心，导致新的诉讼案件数量激增，以至于各级人民法院都感觉应接不暇。

还有，当局非常清楚，在以前发生的一些政治风波中，民众对腐败和经济问题的不满乃是最为重要的诱因。因此，执政党对于反腐给予了极高的重视，并且发动了一系列正式运动，旨在铲除腐败现象，曝光涉及丑闻的官员。

打击的强化与案件的增加

这里有个简单的逻辑：假定实际的腐败程度并没有变化，甚至还有所改善，但随着司法体制的改进，个人财产权利得到更大尊重，政府铲除腐败的决心加强，并掀起连续不断的反腐运动，这些变化依然可以带来立案数量以及丑闻报道的迅速增加。

如果仔细研究有关数字，我们可以发现有证据支持以上假设。上文介绍过，最高人民检察院的报告指出，自 20 世纪 90 年代后期以来，腐败案件的数量有了迅速增加。然而在那之后，每年的立案数却逐渐稳定下来，大约保持在 35 000 起左右（涉案金额的总量也是如此）。更主要的是，从案发到立案的时间间隔在逐年加长。检察院的数据显示，90 年代中期立案的大部分腐败案都是新发案件（案发在 1 年以内），而现在立案的案件距案发时间的平均间隔期已经上升到了数年。这些数字表明，近年来新发的腐败案件的数量其实在逐渐减少。

国际比较

我们再对世界其他国家的腐败问题进行一番比较研究。目前，这个领域里最权威、最被广泛接受的数据来自国际透明度组织（Transparency International）所编制的世界各国的“腐败感受指数”（the Corruption Perceptions Index）①。其计算办法是综合多个国际组织对各国的商业人士和研究人员的独立调查结果，并汇编而成，其中包括世界银行、世界经济论坛、自由之家（Freedom House）、经济情报组织（the Economist Intelligence Unit）以及国际管理发展学院（International Institute for Management and Development）的调查报告等。

根据该指数，在 2004 年，中国在 145 个被调查的国家中排名第 71 位，平均得分为 3.4（0 分表示腐败情况最严重，10 分为最廉洁）。当然，这个得分并不固定，而且显示中国在提高政府治理水平和司法体系方面还有很长的路要走。

---

① 该指数的详情参见：www. transparency. org。

然而，与其他发展中国家相比，中国的表现又如何呢？结果可能令某些人感到意外，在同一发展阶段的国家中，中国的得分可以说是相当优秀的。请看图 115，它显示的是各国的政府腐败程度与人均 GDP 水平的关系（请注意，横轴的 GDP 数据采用了对数值的刻度），2003 年，在人均收入约为 1 000 美元出头的国家中，能获得 3.5 的腐败指数的得分是非常不容易的，中国的表现完全称得上出色。与周边的亚洲邻国相比，中国大陆的得分远高于印度尼西亚、菲律宾、印度和巴基斯坦，与泰国大致相当（但不及马来西亚、韩国和台湾这样的更发达的经济体）。

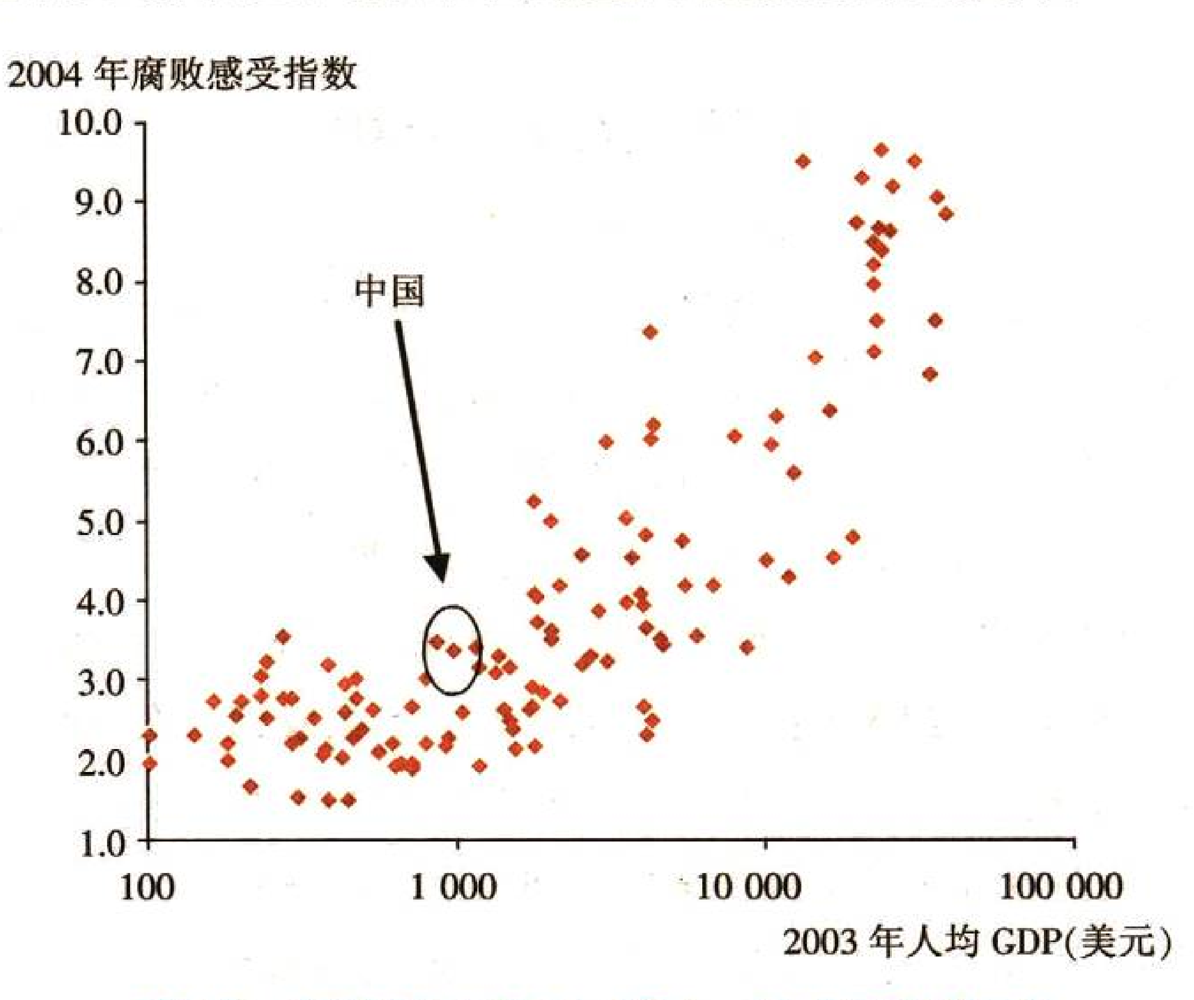


图 115　在相应的人均收入水平上，中国的表现并不差

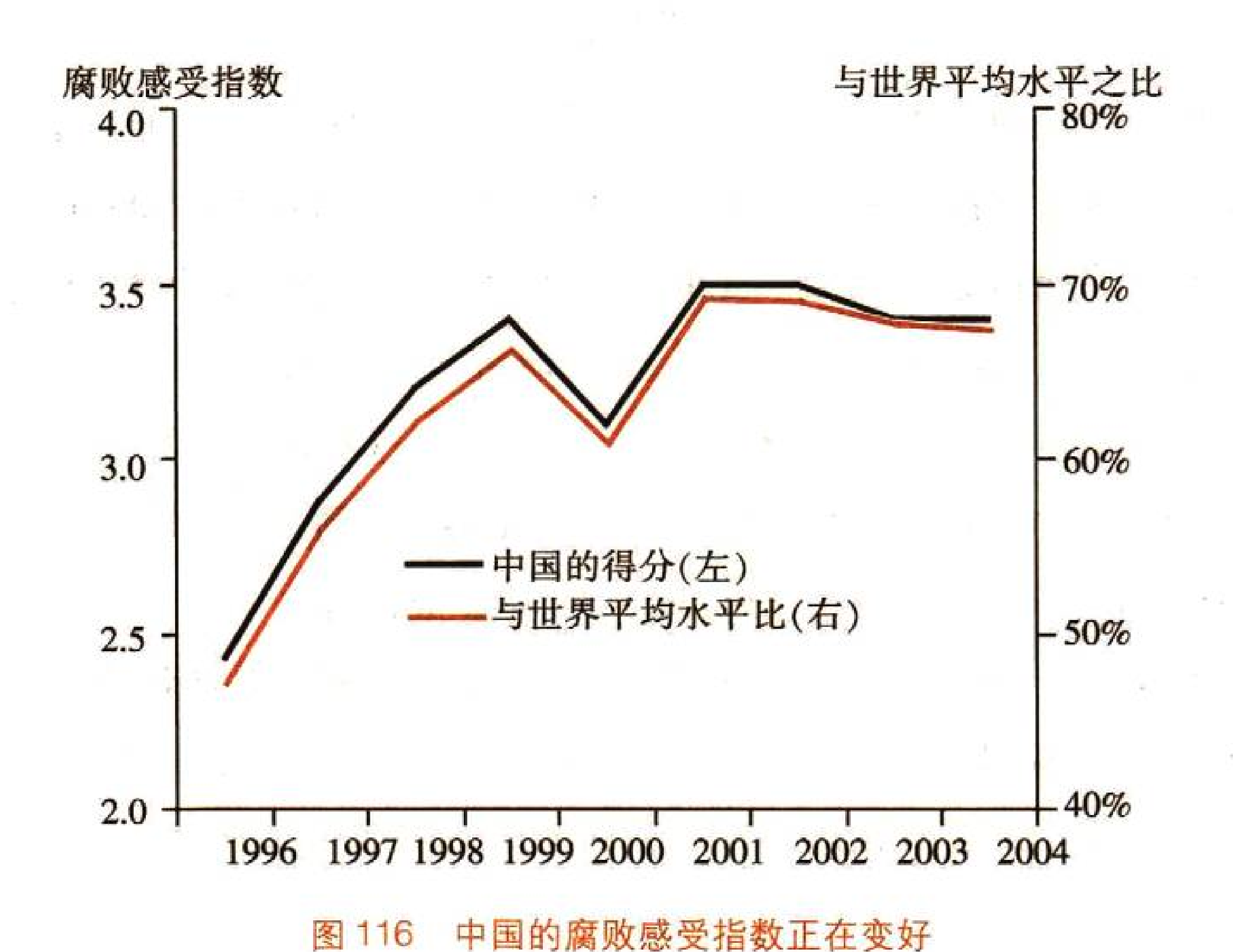


图 116　中国的腐败感受指数正在变好

资料来源：国际透明度组织、瑞银证券研究部的估算。

同时，也没有证据表明中国的腐败问题会趋于恶化。图 116 显示了过去 9 年里中国的腐败感受指数的变化，从中可以发现，自 20 世纪 90 年代后期以来，无论是从绝对数值还是与世界平均水平的对比来看，这个指标都有好转。

外商直接投资的变化趋势

另外一个考察角度来自于外商直接投资。相对来说，国外的企业有更大的自由度，它们可以自己决定是否去一个国家进行投资。如图 117 所示，在过去 7 年，进入中国的外商直接投资的总金额一直稳中有升。尤其值得注意的是“协议投资”金额的增长更为迅猛，它所代表的是在未来进行投资的承诺。这些数字或许存在夸大的成分，但如果海外投资者对大陆的政府腐败问题越来越感到担忧，那我们是不可能看到投资额呈现出这种增长势头的。

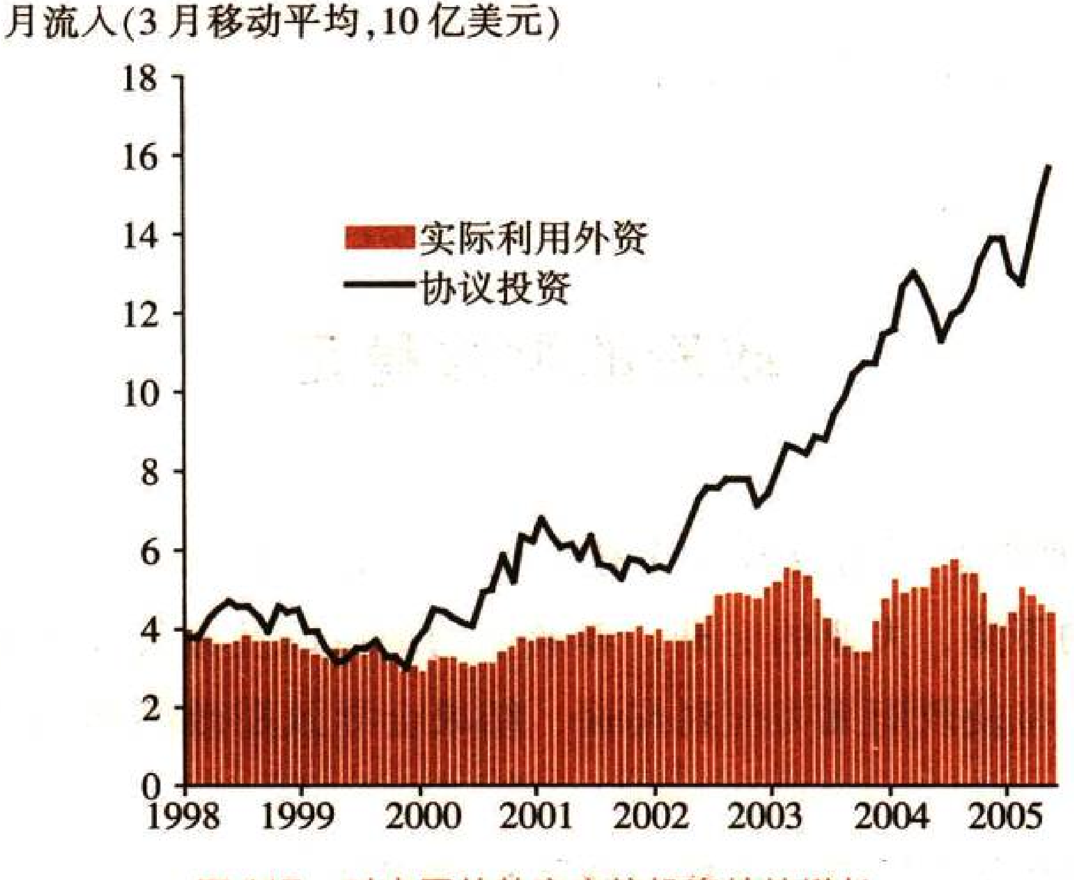


图 117 对中国的外商直接投资持续增长

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

图 118 显示的是中国与亚洲其他经济体对外国企业的相对吸引力——外商直接投资与所在地 GDP 的比例。大家可以看到，大陆的数字仅次于新加坡，比东亚地区的平均水平高很多。

除了以上的对比以外，我们再结合一下上一节提到的中国和俄罗斯之间的差异。在促进私人经济的增长、特别是非资源部门的增长方面，俄罗斯的表现一直非常不理想，这在某种程度上正是其脆弱的法治环境和政府治理水平的反映（的确，在国际透明度组织发布的指标上，俄罗斯的得分远远落后于中国）。相反，中国的私人经济的发展无论是在产业领域还是在增长速度上都令人感到惊喜，这再次表明，很多人关于不可遏止的腐败将严重威胁经济发展的担心有些过虑。



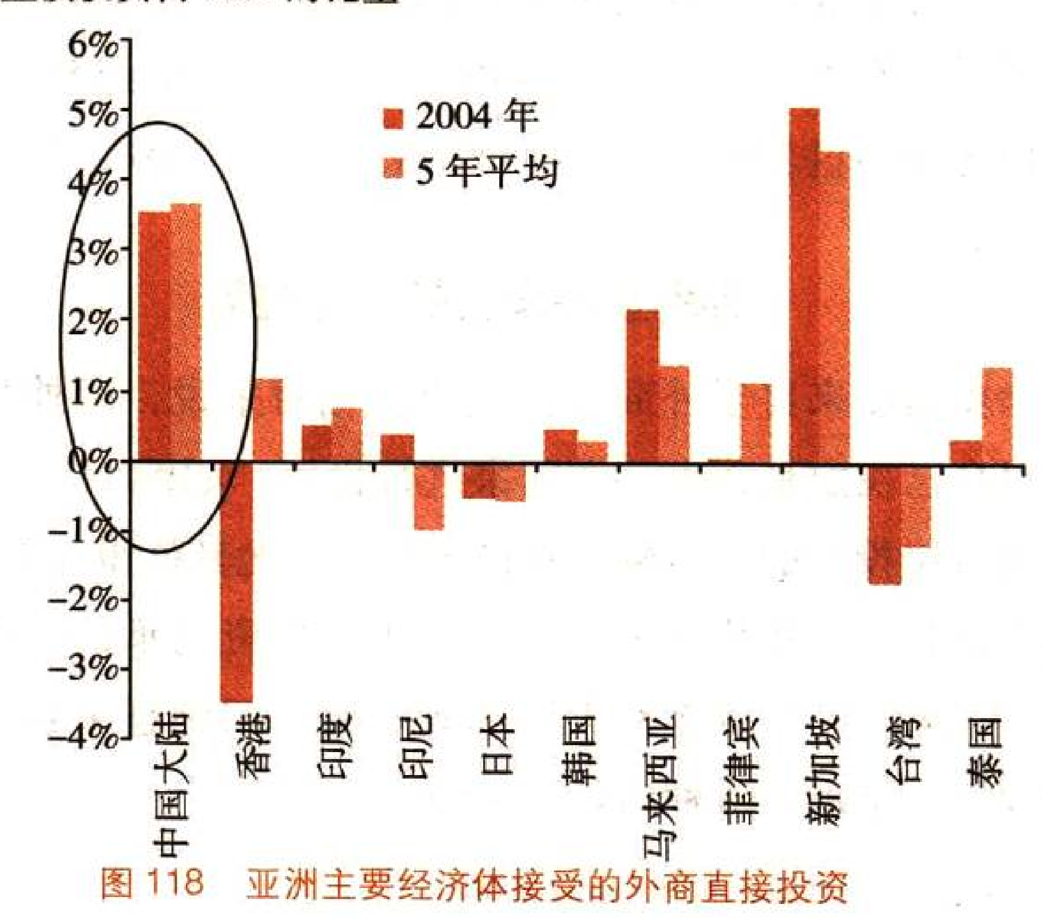


图 118　亚洲主要经济体接受的外商直接投资

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

政府的财政稳定

《中国即将崩溃》里有这样一个核心论点，那就是中国政府正处在破产的边缘。财政收入的下降，失业的上升，养老金的缺口以及银行坏账的增加，这诸多因素结合起来，将使政府无力应付局面，结果会导致财政的崩溃以及随之而来的社会动荡。

在 20 世纪 90 年代后期，这样的威胁显得似乎很现实。受有关的政策调整与周期性的经济低迷的共同影响，政府收入占 GDP 的比例一度持续下降，远低于 1990 年的水平（参见图 119）。同时，国家为支持后期发展而投入了许多基础建设项目，导致开支陆续增加。这样做的后果是，在 1996～2002 年之间，全国的财政赤字占 GDP 的比重增长了一倍以上，国债规模大幅度增加。

不过，请再看过去 5 年的情况。从 90 年代后期开始，政府开始积极推进新的增值税和所得税政策，在经济复苏的同时，财政收入占 GDP 的比例也从 1996 年时的 10% 多一点提高到 2004 年的 20%。而且自 2002 年以来，财政赤字的水平也持续下降。

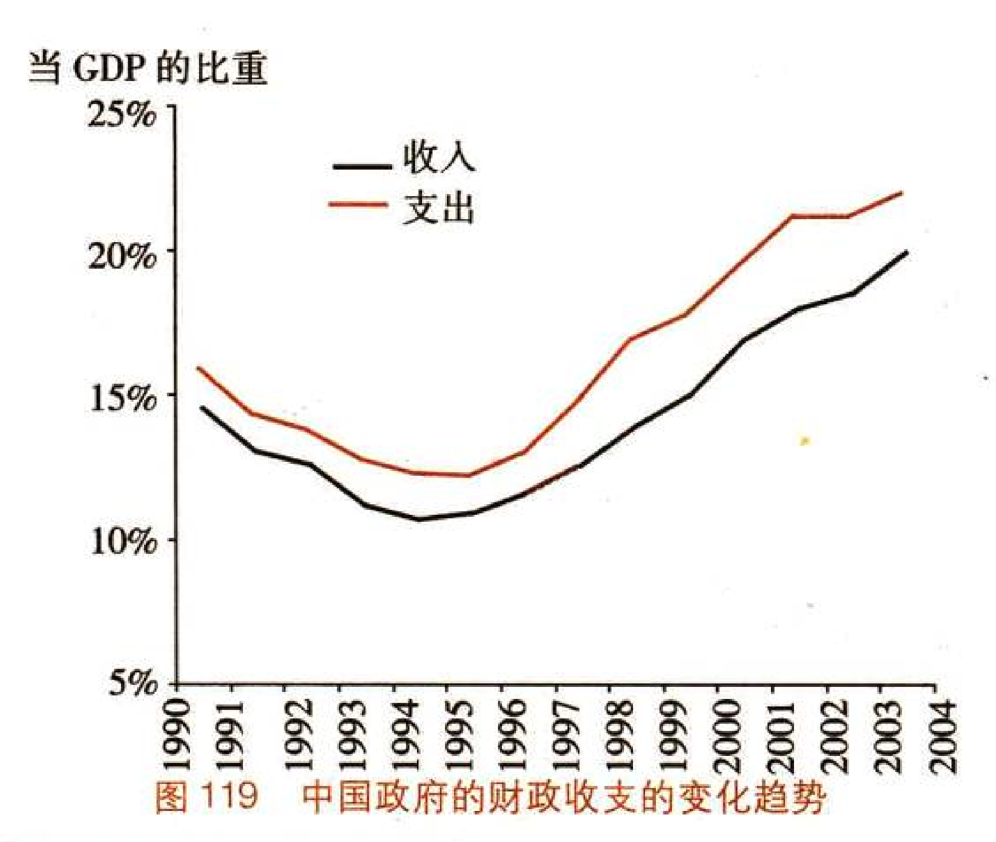


图 119　中国政府的财政收支的变化趋势

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

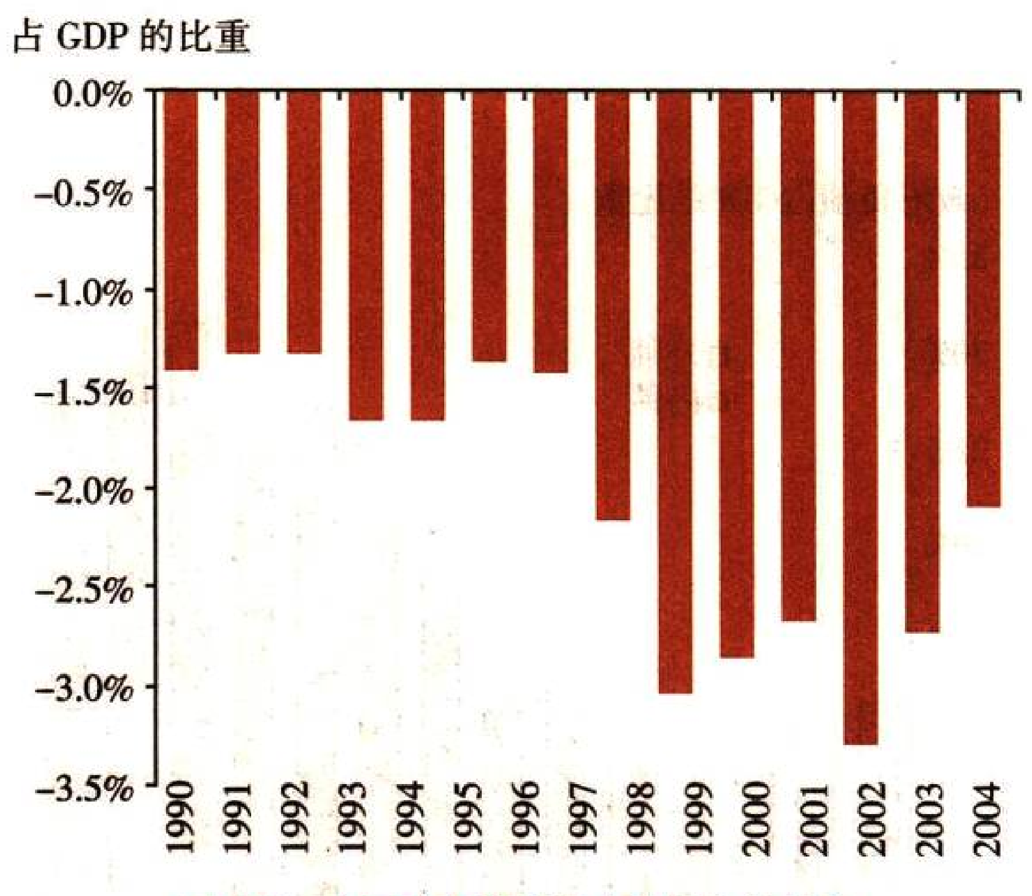


图 120　中国政府的财政赤字的变化趋势

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

虽然宏观经济开始降温，但总体财政状况开始好转的趋势看来不会逆转。图 121 显示了政府的月度收入和月度支出的变化（请注意，月度数据所采用的指标与图 119 中的年度数据有细微差别，并不完全吻合）。从中可以看出，过去 3 年政府成功控制了开支规模的膨胀，而财政收入占 GDP 的比例仍在节节提高。

还有，国债总额与 GDP 的比例在 1994 ~ 2002 年间曾提高了大约 20 个百分点，现在已经开始下降。并且中国的政府负债率距离国际经济学家们公认的警戒水平——50%——还很远（参见图 122）。

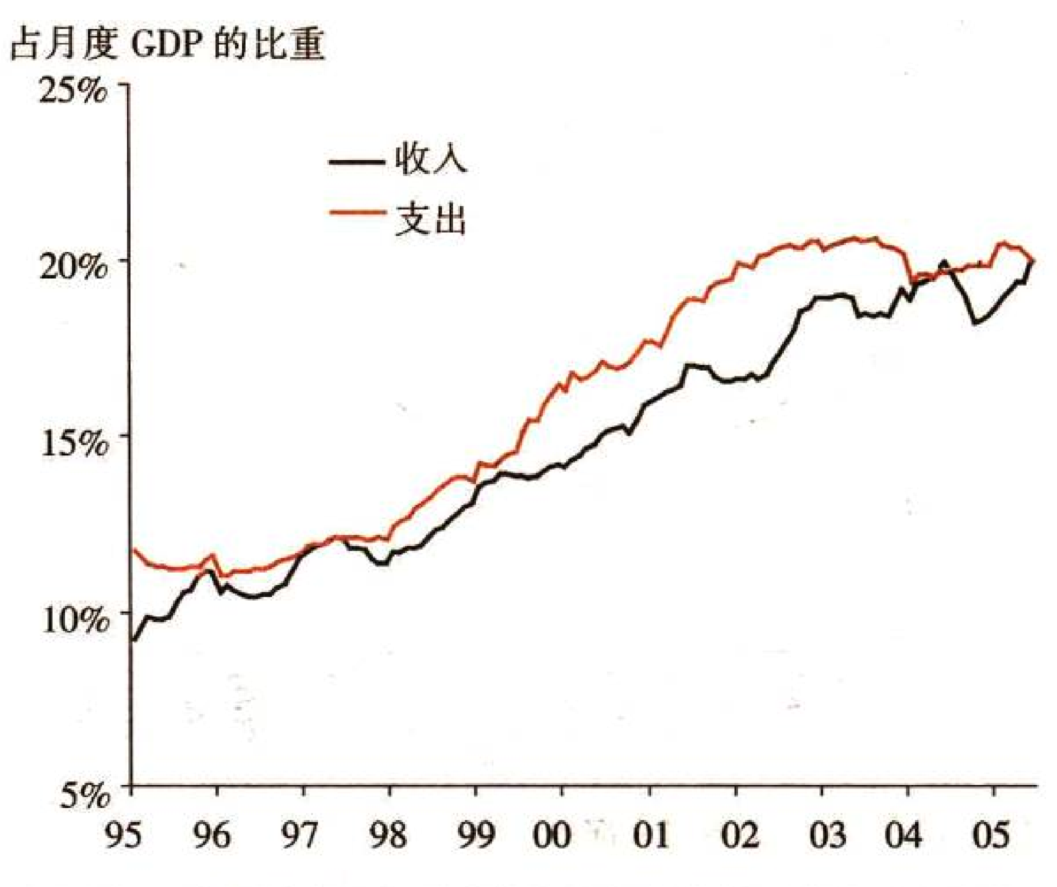


图 121　中国政府月度财政收支的变化趋势：赤字正在缩小

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

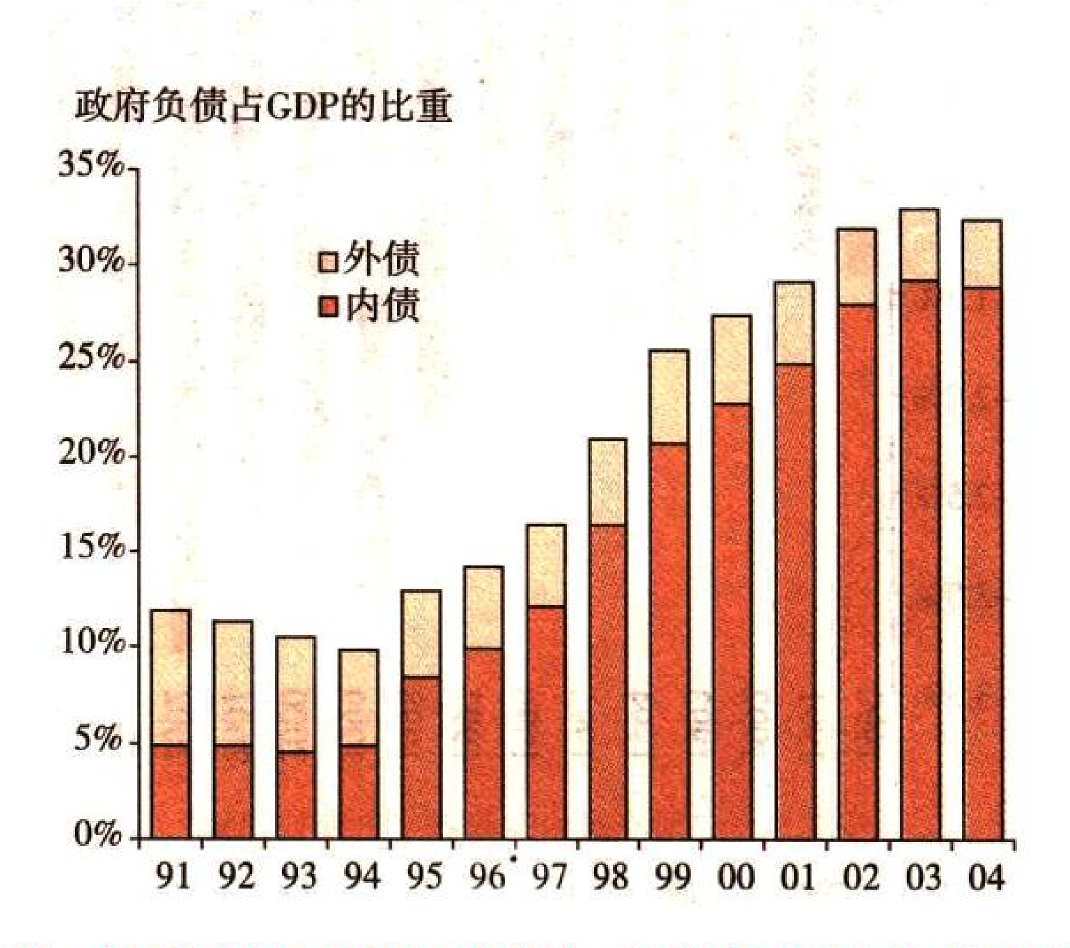


图 122　中国政府的负债率的变化趋势：距离国际公认的警戒线还很远

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

当然，最坏的情况可能还没有出现。在本书的第二章里我们介绍过，人口结构的变化预示着大陆的养老金负担将继续加重，资金缺口有可能达到现有 GDP 水平的 80% ~100%。但是，资金缺口的最高值在几十年之后才会到来，而且实际的缺口规模将取决于未来 10 ~ 15 年的政策选择，不至于给中国造成现实的财政灾难。

经济增长与政治民主

海外的观察家们在关注中国大陆的经济发展与政治改革前景时有两个常见的论断：(1) 多党民主制是经济增长的先决条件；(2) 收入水平的提高将带来民主改革的压力。这意味着中国现有的政治体制不能支撑经济的持续发展，可能很快面临瓦解。

这方面的争论由来已久，涉及到经济学与政治学的专业知识。我们并不打算在这里进行很细致的阐述，只是想强调一点，那就是东亚地区的发展历史并不支持以上的论点。

首先，亚洲四小龙在自己经济增长的高速阶段都没有建立多党制的政治体制，甚至日本在战后的绝大多数时候也是由一个政党长期执政。只是在它们进入中等收入到高收入社会阶段之后，这些地区才对民主化热心起来。而且直到今天，其中还有两个非常发达的经济体——香港和新加坡，在经济自由度和透明度方面它们的评分在世界上也位居前列——尚未建立有效的西方式的多党政治体制。

这些高速增长的亚洲经济体的共性包括：稳定而团结的政府，有效的司法体系，比较强大的监管机构以及广泛的社会凝聚力。它们都没有执行特别自由放任的国内经济政策，比较依赖于海外市场，但对自己的主要出口产业有着比较强的硬预算约束。

相反，在亚洲地区那些民主政治相对更活跃的国家（例如印度、菲律宾以及近来的印度尼西亚等），经济增长却显得更加不稳定，麻烦更多，更容易出现经济危机和腐败，而且平均来说预算赤字和国债规模也更大。

简而言之，如果中国审视周围邻国的经验教训，它可能会得到如下的结论：对待民主政治的改革要保持谨慎，过早地转向多党选举制度有可能给经济带来不稳定。相反，积极改善司法环境、提高政府治理水平、加强市场透明度和问责制将是更现实的选择。不奇怪的是，这正是过去10多年以来中央政府所采取的基本策略。

当然，我们不能保证中国在未来可以完全避免政治方面的风波。其实，中国大陆的经济模式有一个方面与日本、韩国和台湾在类似的发展阶段存在很大不同，那就是它的经济的开放程度相当高。那三个经济体在大力发展外向性经济的时候，本地市场非常封闭，外国投资很少，金融资源也集中在少数与政府有关系的银行

手里。特别是对日本和韩国而言，绝大多数国内工业都控制在少数大企业集团下面。

中国大陆的情况又是如何的呢？我们看到政府正在积极降低国有经济所占的比例，在各个产业部门全面破除垄断，对外国竞争者开放门户，并将金融资源的分配权更多地交给市场（参见本书第一章的详细论述）——请注意，这是在人均收入水平只有1 000美元出头的发展阶段上发生的。所以我们的结论是，与东亚的邻近地区相比，中国大陆采纳了自由放任程度高得多的发展模式，它与香港和新加坡的选择相近，而经济和人口规模则要大多个级别。因此在我们眼中，从长期来看，中国可能面临的真正挑战是能否把亚洲式的政治模式与美国式的自由市场经济模式成功地结合起来。

高速增长——如果消失？

在阅读本章各个部分的时候，读者可能发现有一个中心思想贯穿其中，那就是关于中国经济崩溃论的悲观情绪主要对20世纪80年代后期和90年代后期出现的宏观经济低谷所产生的反映。经济发展出现停滞以后，农产品价格下跌，大量城市职工失业，社会局势出现不稳定就在所难免。但我们已经指出，随着经济增长率回升到接近两位数的水平和繁荣时期的到来，几年前看起来异常严峻的社会经济紧张关系其实已经得到了缓解。

由此，我们将转入本章最后一个话题：大陆经济的高速增长还将持续多久？在新一轮的经济过热之后，中国经济是否有遭遇硬着陆的危险？如果增长的脚步停下来，可能出现哪些糟糕的情况？

在下一章里，我们将详细论述中国经济的长期增长前景和主要动力，这里先概要地介绍一下主要观点。首先，在未来几年出现周期性硬着陆的风险很低。虽然投资增长速度已有所下降，但许多产业部门的利润率表现得还不错——这与20世纪90年代后期各产业部门普遍陷入不景气的情况形成了鲜明对比，另外，存货数量也没有出现大幅度增加。在消费方面，随着农民收入的提高以及信贷条件的改善，住房和其他消费品的需求依旧强劲，并没有放缓的迹象。同时，出口部门占GDP的比重虽然已经比1995年时提高了约一倍，但依然保持着高达25%的年增长率。

我们认为这几个部分在中长期还将保持高速增长，原因是大陆居民的储蓄率

还位居世界最高的行列，消费信贷的增长空间很大，劳动生产率迅速提高，全要素生产率也保持着正增长。还有，食品价格的提高有助于扩大农民收入和农村消费。出口竞争力虽然会随着时间的推移而下降，但毕竟是个比较漫长的过程。对中国的银行体系的重组将改善资本配置，也有助于减缓未来可能出现的宏观波动（参见本书第三章）。这些理由并不是说中国的中长期增长不存在任何风险——但综合来说，我们有理由保持乐观。

然而，如果目前的高速增长真的放缓甚至消失，那会发生什么情况呢？毋庸置疑，中国经济的停滞很容易带来社会矛盾的激化，从而推翻我们以上的所有论述。不过大家也应该明白，现有的真实增长率相当高，即使它下降到年均5%左右的水平，也不至于导致太严重的后果。从有关数据可以看出，增长率在进入目前的调整阶段后已经有所控制，况且，大陆经济还在积极进行结构性的调整。最后请注意，中国还给自己的未来准备了几份“保险单”：

（1）人口的老龄化。劳动力数量的下降当然会加重养老金支付的财政压力，但在另一方面，这同时也表示中国在未来创造新的就业机会的压力会减小。

（2）政府财政状况的好转。我们已经指出，政府财政收入的增加，赤字与国债规模的下降将使中央政府有更强大的力量来应对未来可能出现的经济滑坡。

（3）国内资产市场不存在太大的泡沫。除了上海等地的高档房地产以外，中国的资产市场并没有出现大规模泡沫的征兆。在全国范围内，房地产市场的价格基本合理，而股票市场的价格指数以及市盈率已连续多年走低。与20世纪90年代中期曾经出现的财富泡沫大量破灭的情况不同，在目前的形势下，宏观经济的回调不会导致资本市场的崩溃。

中长期增长的动力

概论：中国经济增长的源泉

亚洲增长模式

中国与众不同?

中期增长的动力——供给方面

中期增长的动力——需求方面

更多的风险?

中国经济的中长期增长前景

20 世纪 90 年代，经济学家们已经揭开了“亚洲增长模式”的秘密。那就是，投入大量的资本，然后把剩余的劳动力送到新的工厂中，高储蓄率是该地区最主要的共同特征……

从宏观经济学的视角来看，中国经济的轨迹与其邻近地区其实非常相似：高储蓄率、高投资率以及稳定但并不特别出众的生产率增长。许多投资人眼中的“中国特色”其实是亚洲各经济体共同的特征。

在供给方面，储蓄、资本投资、劳动力投入以及生产率增长速度在未来 20 年仍将维持高水平。在需求方面，我们将惊讶地发现，中国并不是一个出口导向型经济体，也不存在增长模式从“投资引导型”向“消费引导型”的深刻转型……

概论：中国经济增长的源泉

在本章，我们将讨论中长期的经济增长问题。对于大多数投资人而言，他们最关心的一个话题莫过于：中国经济是否还会保持每年8% ~ 9%的高增长率，是否会对商品和原材料产生巨大的需求？中国经济的增长率有没有可能跌落到4%甚至更低的水平？中国大陆是否正在通过具有潜在的破坏性的政策，例如人为压低资本价格、政府主导的过高投资率以及对汇率的操纵，来刺激短期的增长？在未来10多年，经济增长的结构是否会出现突然的变化？

我们的基本研究结论归结为如下几点：

1. 中国与亚洲其他经济体非常相似。

许多中国问题专家持有如下两种极端看法之一：一种认为中国比之前的任何经济体都更有活力，另外一种则断定大陆经济严重扭曲、问题成堆。对他们而言，我们的这个结论可能出乎意料。实际上，从宏观经济的指标来看，中国属于典型的“亚洲增长模式”：高储蓄率、高投资率以及全要素生产率的稳定增长。

2. 在未来相当长的时间内，中国将继续保持较高速度的增长。

这意味着，既然日本、亚洲四小龙和东南亚其他经济体都曾在30年以上的时间里保持过平均每年7.5% ~8.5%的增长率，那么中国要在未来的20年里保持类似的高速度并没有太大困难。

3. 然而，大陆目前过高的增长速度不可持续。

官方数据显示，在过去20年里，中国经济平均的年增长率高达9.5%，我们认为，过去5年的数字还更高。但是，中国将很快感受到来自出口产业的更大的成本压力，而大陆真正与众不同的因素——人口结构的迅速变化——将在未来20年里把平均增长率压低到8%，然后是7%左右。当然，最近两年的减速还有一个原因，那就是周期性的调整。

4. 强劲的消费增长，但不会出现“新兴的消费繁荣”。

许多评论家吹嘘，中国将从“出口导向型”模式转向“内需主导型”增长。但事实却是，中国从来都是内需主导型的增长模式——国内消费已经出现繁荣了。中国居民家庭的储蓄率很高，这表明未来会出现更高的消费增长，但不会马上发生急速的变化。家庭开支增加形成的经济推动力与今天我们看到的情况将基本一致：城市化、住房需求、中产阶级的兴起以及农民收入的提高。

5. 令人惊讶的是，未来不会有太大的障碍。

在过去几章里，我们分析了关于中国经济将出现灾难的一些说法：国有企业崩溃、政府财政危机、养老金的巨额缺口以及社会紧张关系的加剧。在这里，我们将讨论另外一些普遍存在的担心：长期性的经济剧烈波动、投资过度、公司治理与法制基础的薄弱、能源价格的上涨和对外依赖、向更高端的附加价值生产链过渡所面临的挑战，以及世界经济增长前景可能减速等。与过去的结论相似，我们认为这些风险通常都被过度夸大了。

叙述的思路

在本书中，我们主要采用的是宏观经济分析工具。当然，对中长期增长的研究不可能完全忽略重要的产业部门。有关的具体预测，例如对国内半导体产业或汽车产业的分析，可以参看我们的行业研究报告。

本章开头将回顾“亚洲增长模式”，研究日本、四小龙和其他高经济增长国家的历史经验。这些经济体都各有特性，但是它们最主要的共性都是高储蓄率和高投资率，以及非常开放的对外贸易部门。我们注意到，中国在总体上有着几乎相同的特征——主要的增长动力是一样的，也就是说，中国正在复制典型的亚洲高增长模式。

在后面的各节中，我们将详细分析中国经济的中长期增长前景。首先是从“供给”方面（储蓄、资本形成、劳动力与生产率增长），然后是从“需求”方面（消费、投资去向、出口与政府支出）。不管是哪个方面，我们得到的结论都是，增长将持续强劲，但是会逐渐放缓。

最后，我们将分析潜在的隐患，回顾之前有关国有企业、养老金、银行系统和社会紧张关系的讨论，并将更细致地研究诸如能源依赖、公司治理、经济波动和全球增长等话题。最后是总结，对未来 20 年的中国经济增长提供一个中期预测。

亚洲增长模式

来自东方的挑战

在进入有关中国的讨论之前，我们先回顾一下东亚其他地区的发展历史。二战之后的几十年是世界各国经济增长的黄金时期，从 1950 年到 1980 年，美国经济

的真实增长率达到了平均每年3.5%，主要欧洲国家的成长速度更高。人民的生活水平基本上在持续提高，除了20世纪70年代后期以外，总的感觉是人类进入了空前的繁荣。

尽管西方国家的成绩已经这样优秀，但人们还是不得不承认，来自东亚地区的增长数据才真正是人类历史上从未见过的。同样是在这30年里，日本经济的年均真实增长率接近8%——比其他工业化国家高出2倍以上。紧随日本之后，亚洲"四小龙"开始登上舞台：从1960年到1995年，香港的真实GDP以平均每年7.7%的速度窜升，韩国为8.1%，新加坡为8.4%，台湾则达到了令人震惊的8.6%。后面还有泰国和马来西亚在追赶，它们的年均增长率也分别达到了7.5%和6.9%。

这样高的增长成绩不但超过了西方发达国家，而且也比绝大多数其他发展中国家高出很多档次。到20世纪80年代以后，许多发达国家陷入衰退，而东亚地区仍然保持着创纪录的速度。于是，人们开始提出疑问：东亚国家是否发现了世界其他地区没有注意到的秘方？他们是否采用了新的组织经济活动的方式？是否发现了更好的、更有效率的利用资源的办法？

突然之间，"亚洲增长模式"（Asian growth model）开始出现在各个名牌大学商学院的讲坛、学术会议的大厅——特别是在大众媒体上，诸如"日本第一"、"太阳升起"之类的标题充斥了各个版面。但是，对于真正的亚洲增长模式到底是什么样的，大家却众说纷纭，人们只是感觉到，不管亚洲人在做什么，他们总是比崇尚分散决策、消费者导向和自由放任的西方经济模式和民主制度表现得更好。在亚洲，企业被内部人牢牢控制，不对外部投资人开放，因此可以得到更好的产出业绩。封闭式的"日本公司"（Japan Inc.）发展模式让国家可以获得更廉价的资本，完成更好的资源配置。传统的亚洲价值观与社会凝聚力创造了比西方式的以自我为中心的竞争体制更好的商业环境。西方人最主要的担心是，亚洲的表现一直都比其他人优秀……而且从长远来看，世界其他国家也将难以望其项背。

亚洲经济增长的秘方？

直到20世纪90年代早期，故事的谜底才开始被人们揭开。由于日本一直受到泡沫经济破灭的困扰，研究者们开始重新用标准的经济学工具来仔细审视亚洲经济增长的过去。他们的发现掀起了现代国际经济学上影响最大的论战之一。

我们先回顾一下，几乎任何一本大学宏观经济学教科书都会介绍到"传统增长模型"，这个经典模型里包括两个生产要素：劳动和资本。这两个要素可以用各

种方式组合起来，创造最终产出，其产出关系就是我们所熟悉的“生产函数”：

$$Y = F(K,L)$$

其中，Y 表示最终产出，K 是资本的投入，L 是劳动的投入，F 代表生产中所使用的技术。

在这个模型中，有三个因素会导致产量的增加：(1) 投入更多的资本；(2) 增加更多的人工；(3) 采用更新、更好的把资本和劳动结合起来的生产技术，从而在不增加物质投入的情况下增加产出。最后一个因素就是生产率的提高，或者用更精确的术语来表示，叫做“全要素生产率”(total factor productivity, TFP) 的提高。

[请注意：当经济学家们谈到“生产率”(productivity) 的时候，他们通常是指“劳动生产率”(labor productivity)，也就是单位人工的产出，这与全要素生产率的概念有着很大的区别。因为我们只需要不断增加资本投入，增加全部要素的使用，就可以提高劳动生产率。而在本章里，当我们使用“生产率”且没有附带说明的时候，都是指全要素生产率。]

根据以上的公式，以及其他辅助假设和对附加投入的分类，经济学家们利用历史统计数据估算了各国生产率的变化。这里介绍一个最简化的例子，如果在某个特定时期，某个国家的资本和就业都增长了 10%，而最终产出却增长了 15%，那我们的结论就是全要素生产率提高了 50%。相反，如果最终产出只提高了 7%，那么生产率其实是下降了。

这个办法被经济学家们用来考察“亚洲增长模式”的真相。其原理是，如果亚洲人的确发现了具有革命性的新的经济活动方式，那么当我们把全部增长分解到各个组成要素——资本、劳动和生产率——的时候，我们将看到在总增长中，全要素增长率会有很大的贡献。如果不是这样，那么亚洲经济的增长就可以主要用物质投入的增加来解释。

两个重大发现

很长时间以来，经济学家们一直在测算亚洲各经济体的增长组成，其中最早、也是最著名的关于亚洲经济的系统研究之一是由阿尔文·杨 (Alwyn Young) 完成的，在 20 世纪 90 年代早期发表的一系列论文中，他注意到了两个有趣的事实①：

首先，全要素生产率的贡献并没有像“新亚洲模式”所设想的那样在经济增

① 参见 Young (1992, 1994, 1995)；以及 Krugman (1994)。

长中占据很大比重，从图123中可以看到这一点。不过请注意，图123并不是完全来自杨的数据。因为多年以来，不同的研究人员采用不同的方法得到了许多不同的结果，所以为了避免可能发生的偏差，我们从若干有关亚洲经济增长的最著名的研究中综合出了一个平均的全要素生产率增长速度①。

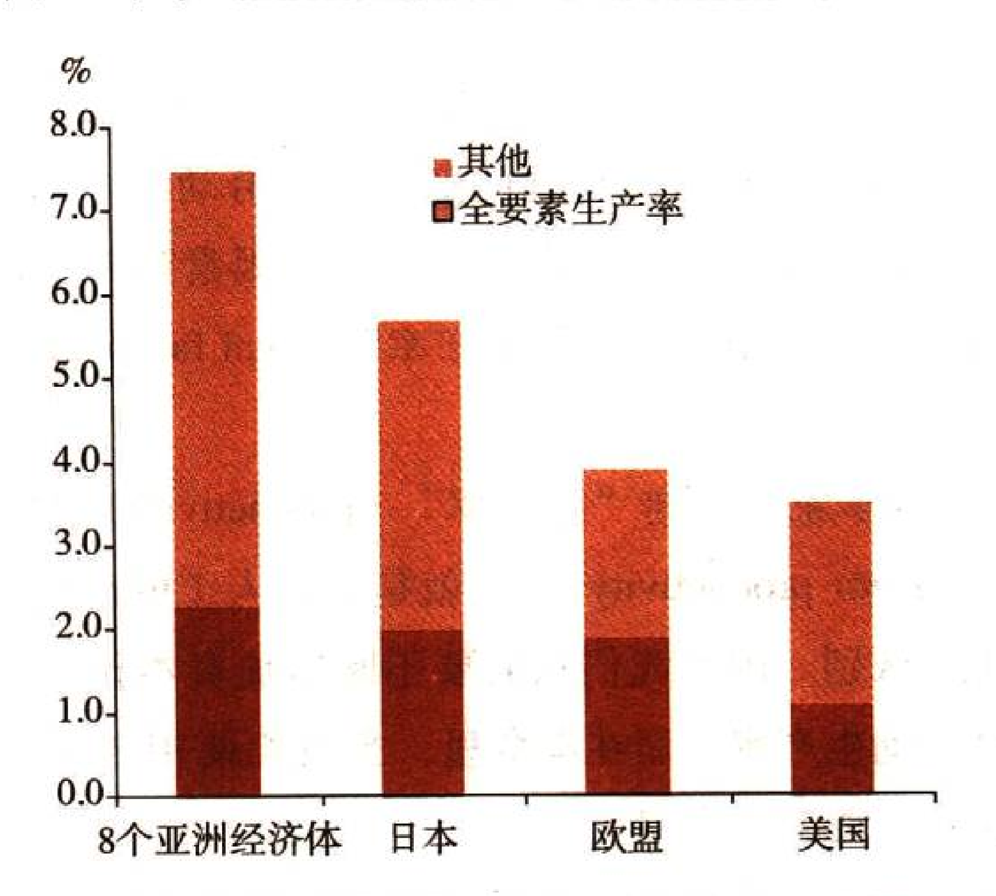


图123　增长速度的跨国比较研究，1960～1995年——只有1个百分点可以用全要素生产率的优势来解释

资料来源：瑞银证券研究部的估算（原始数据来自注释中所列的各项研究成果）。

可以看到，亚洲的8个经济体（它们都是高速增长的亚洲出口型经济体，包括香港、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、台湾和泰国）在1960～1995年的年均真实增长速度为7.5%，而在同一时期，美国经济的增长速度只有3.5%。更直观地说，7.5%的年增长速度意味着在35年的时间里真实GDP将增长11倍，而3.5%的增长速度则只能获得233%的增长。

因此，亚洲和美国在平均增长率上存在4个百分点的重要差距，这是什么原因造成的？结论是，其中只有大约1个百分点可以用生产率的提高来解释（亚洲的全要素生产率增长速度是年均2.3%，而美国是年均1.1%），其余3个百分点都要用更高的投入增长的速度来解释。因此，尽管亚洲表面上有着更高的生产率增长速度，但更大的差别其实主要在别的地方。

第二个关键的发现是，亚洲国家在生产率增长方面并不明显的优势其实也有被夸大的成分。原因在于，亚洲经济高速增长的部分原因是大量的劳动力从农业

---

① 这些研究包括：APO（2004）、Baier（2002）、Bosworth（1995）、Chen（1977）、Collins（1997）、Elias（1990）、Inoue（1995）、Kawai（1994）、Kim（1994）、Iwata（2002）、Lindauer（1994）、Maddison（1995）、Sarel（1996）、Wolff（1991）、World Bank（1993）、Young（1994）。

转移到了制造业以及服务业，或者说，劳动力从低附加价值的产业转移到了高端产业——在此过程中，生产率自然得到了提高。这在表面上是全要素生产率的提高，但它并不代表亚洲人找到了更新、更好的生产方式，并导致了真正的全要素生产率的提高。其实，这只是反映资源在不同产业部门的配置得到了优化，由此产生出更多的收益而已。

一旦把劳动力重新配置的影响考虑进来，我们就会发现，调整后的亚洲地区真实的全要素生产率的增长速度只不过在每年1.5%左右——或者说，与同期的美国和欧洲的数据并没有显著差别（研究者们发现，日本在1975年之前的高速增长时期同样如此）。从图124中，我们可以看到有关增长率组成的详细情况，那是8个亚洲出口型经济体的综合情况。

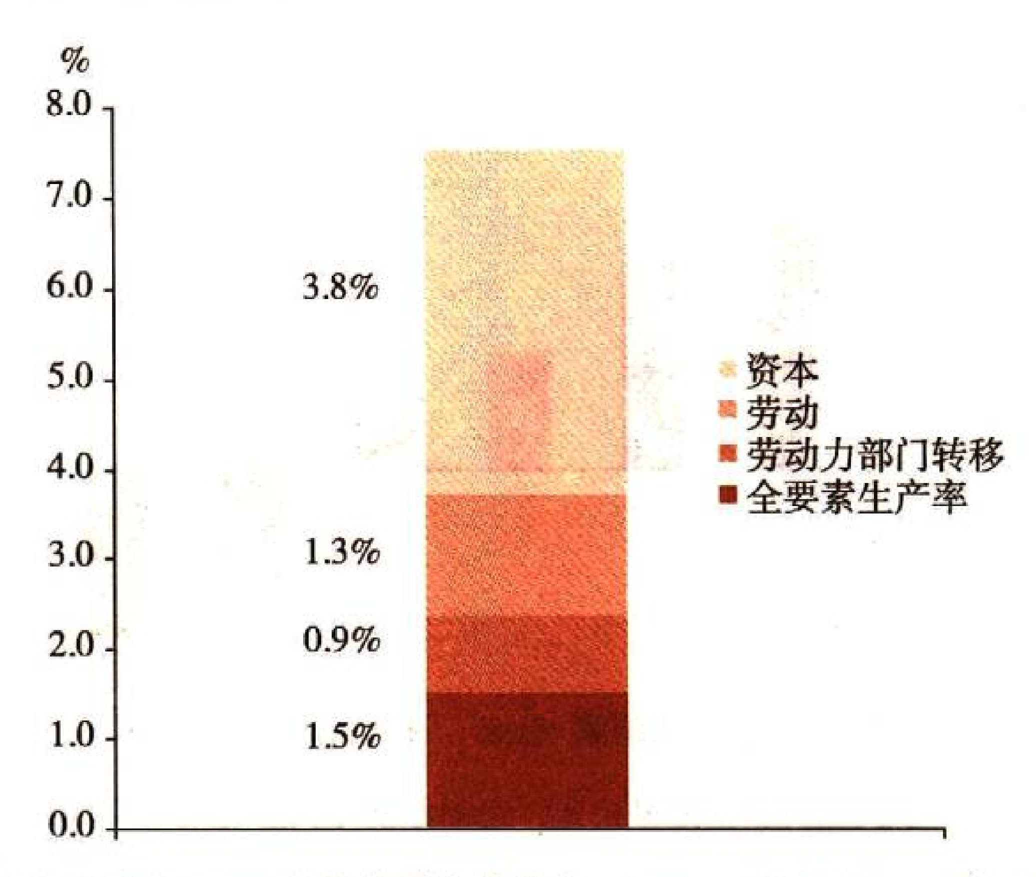


图124 8个亚洲出口型经济体的增长率构成，1960～1995年——全要素生产率的真实影响与美国和欧洲相当

资料来源：瑞银证券研究部的估算。

储蓄——完全是储蓄！

假如生产率不是主要的因素，那什么才能解释亚洲与世界其他地区有这样大的差别呢？如果仔细研究一下图123和图124，你会注意到，农村劳动力的转移可以揭示部分的差别——但最主要的因素却是亚洲地区有着极高的资本创造率：亚洲地区的资本投资对经济增长速度的贡献超过4个百分点，而美国只有1.5个百分点，欧洲甚至更少。所以简单地说，亚洲经济的增长更快，是因为那里的投资更多。

如大家可以想象的那样，这是个很不同寻常的结论。我们发现，亚洲人并没有发现举世无双的新的生产方式秘方，他们最主要的优势就是投入大量的资本，

然后把剩余的劳动力送到新的工厂中。

这些发现打开了激烈讨论与争辩的潘多拉魔盒。有的人甚至认为，这不但意味着所谓“亚洲奇迹”的终结，而且证明那里的高速增长本身就走入了误区，代表着大量的过度投资以及扭曲的资源配置。

然而，这种极端的观点其实也不正确。图125显示了另外一项有关世界经济增长的最著名的研究成果，我们可以看到，尽管亚洲各经济体所取得的全要素生产率增长速度并不比西方工业化国家高很多——但是在过去40年里，它们却是唯一接近发达国家水平的发展中经济。拉丁美洲在生产率方面的进步要小得多，而在非洲和中东地区，全要素生产率竟然出现了负增长。另请注意，图125并没有包括前苏联的情况，我们将在下一节中进行有关的讨论。

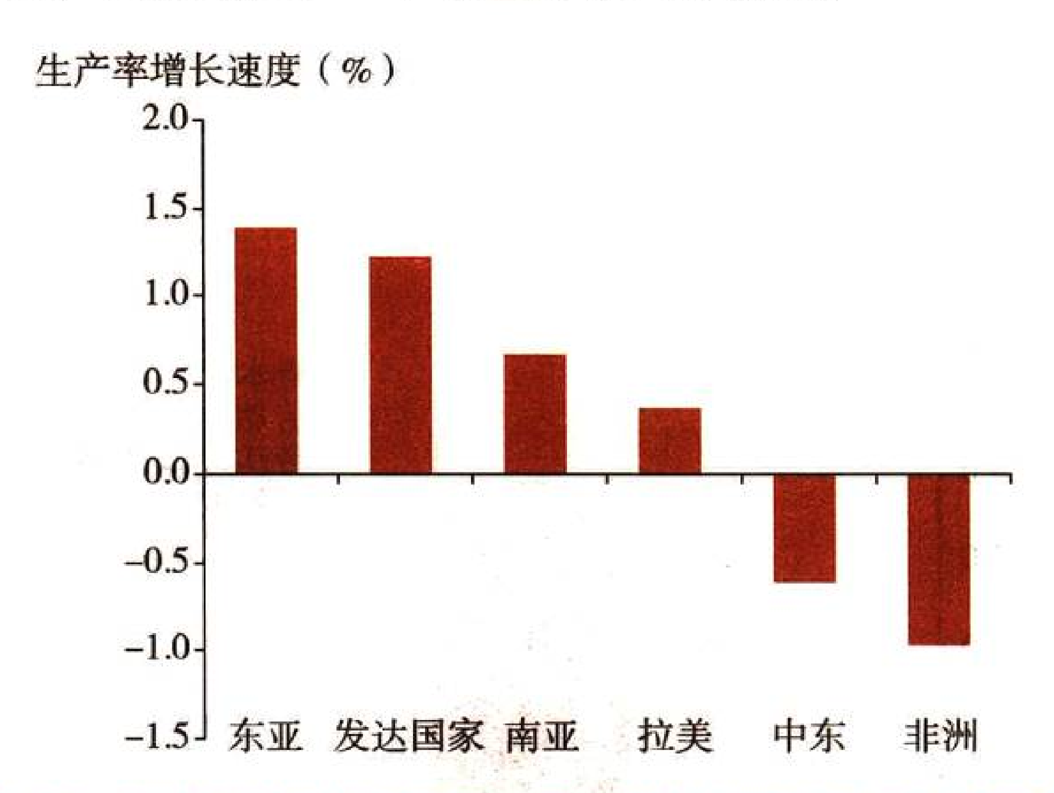


图125　与其他发展中国家相比，亚洲经济依然称得上是“奇迹”

资料来源：Bosworth（1995）。

对于大多数经济学家而言，亚洲的发展经验依然可以称得上“奇迹”，这里面有如下两个方面的含义：其一，亚洲地区动员资本和劳动力资源的速度远远超过了此前的任何经济体；其二，亚洲依然是唯一能保持与发达国家接近的生产率增长速度的发展中地区。

这给我们提出了最中心的问题：亚洲人是怎样做到上述两点的？

在这里，有关亚洲经济成就的解释依旧呈现出纷繁芜杂的状态。许多研究得出的结论是“采用了欺骗的手段”：亚洲国家普遍压抑金融中介、阻止资源的自由流动、人为进行和保持货币贬值、维持低利率以及通过行政命令配置资本等。在他们看来，1997~1998年之所以会爆发亚洲金融危机，正是数十年以来的慢性不良行为和错误配置所导致的自然后果。

不过，真实的情况却依然枯燥得多。原来，亚洲地区的投资更多、增长更快，只不过是因为该地区的储蓄率更高而已。图126显示了美国、日本和亚洲地区历史

上的国内总储蓄率的变化，数据来自于全国的投资额和经常账户的盈余。

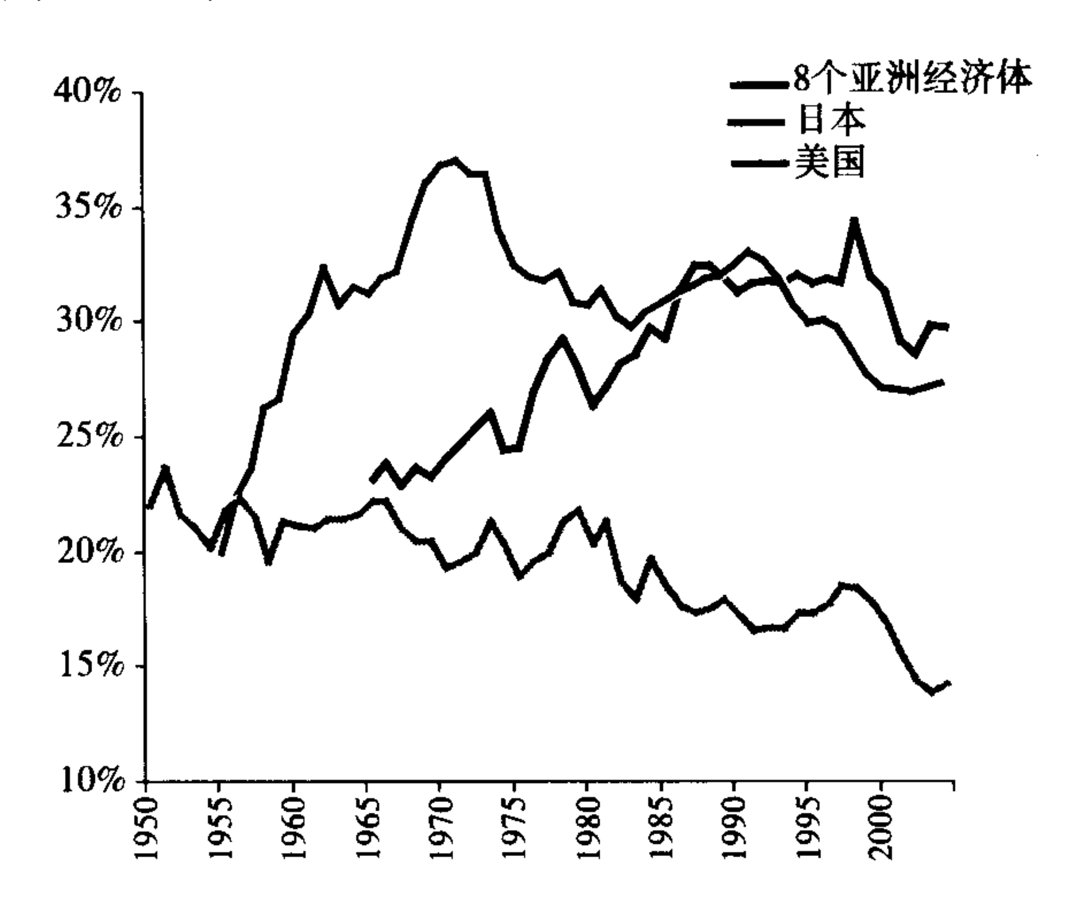


图 126 国内储蓄率的跨国比较，1950～2004 年——高储蓄率几乎是高速增长的亚洲经济体唯一的共同特征

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

从图中可以看出，日本很早就出现了巨大的国内储蓄，并由此获得了持续 25 年之久的高投资和高增长。自 20 世纪 60 年代以来，亚洲其他经济体也出现了相同的情况——同样获得了接近 30 年之久的创纪录的增长。

许多责备亚洲地区经济扭曲的言论也联系到了亚洲的储蓄现象，它们强调，过高的储蓄率会自然导致结构性的低利率和低资本成本。追求经常账户盈余的倾向也使得这些地区的货币被长期低估。

实际上，高储蓄率几乎是所有这些高速增长的亚洲经济体唯一的共同特征。有的国家，例如日本和韩国，特别依靠政府主导的银行和管制性的金融政策，把储蓄引向生产性投资。而其他一些，例如台湾和香港，其内部的经济环境则相对更为自由。但类似的结果是，它们都获得了极高的增长速度。

我们说“几乎是”唯一的共同特征，是因为这些亚洲经济体还有另外一个类似之处：它们都重视出口，为新的投资和生产能力扩大销售市场。这虽然并不表示所有的亚洲经济体都属于“出口导向型”（日本就是一个反例），但出口市场毕竟扮演了相当重要的角色。

结论

最终的结论非常具有震撼力：制度、生产组织模式、做生意的特殊方式……所有这些因素其实都不重要，真正与众不同的因素是储蓄率，以及出口市场的推动。如果你有着 30% 乃至更高的国内储蓄率，要获得每年 8% 的增长率其实并不

困难。

这种说法看起来似乎过于简单化了，但它背后却藏着更深层的理由。的确，许多亚洲经济体都有着很强的社会凝聚力和传统的组织治理模式，但是从历史统计数据上看，这些因素并没有导致全要素生产率有特别的提高。相反，实际情况表明，“亚洲式的价值观”可能给了家庭和企业更多增加储蓄、增加投资和快速实现劳动力转移的信心，从而带动了经济增长。

我们再看看亚洲国家与其他发展中国家，例如拉丁美洲和非洲的比较。在许多研究中，经济学家们都得到了这样的结论，拉美和非洲在如下两个方面落后了：首先，它们更倾向于内生的增长战略，没有积极对全球化开放；其次，他们没有创造高储蓄率。

最终结果会怎么样呢？拥有高储蓄率的亚洲国家是否会远远超过美国和欧洲国家的人均收入水平，站到世界经济发展的最高峰？

从长期来看，事情恐怕不会这样。请重新审视以上的图126，我们看到日本今天的国内储蓄率仍然超过GDP的25%，投资占GDP的比率也几乎同样高，但其平均真实增长率已经跌落到了20世纪60~70年代的零头。同样的情况也出现在香港、韩国、新加坡和台湾，尽管它们也依然维持着很高的储蓄率。

原因有如下一些：（1）资本的边际产出逐渐下降了；（2）随着国内工资与收入水平的提高，出口增长率放慢了；（3）国内的剩余劳动力逐渐枯竭。这些现象是经济发展走向成熟时自然而然所表现出来的，而不应该被视为经济政策或发展战略的失败。

中国与众不同？

在以上的插叙之后，让我们再回到本章的主题，那就是中国经济的前景。当然，上面的回顾是非常必要的，因为与之前的东亚其他经济体一样，大陆经济也获得了持续25年以上的高速增长，年真实增长率达到了每年8%~9%。中国所走过的道路有什么与众不同吗？其中有哪些推动增长的特殊因素？还是说，大陆不过是在重复亚洲的高速增长模式，与它的众多邻居大同而小异？

对某些人而言，答案可能非常令人吃惊。尽管在过去10多年里，中国大陆获得了冠绝世界的高速增长，尽管许多人在积极宣扬中国的特殊经验，但从宏观经济学的视角来看，大陆经济的轨迹与其邻近地区其实非常相似：高储蓄率，高投

资率，以及稳定但并不特别出众的生产率增长。许多投资人眼中的“中国特色”实际上不过是亚洲各经济体共同的特征。

简单地说，与过去的亚洲四小龙相仿，中国大陆不过是在讲述又一个成功而似曾相识的亚洲经济增长的故事。

经济增长率的水分

在进入细节讨论之前，我们需要对中国经济增长率的有关统计数字做些解释。按照官方的说法，在1978～2004年间，大陆GDP总量的年均真实增长率达到了9.5%，这不但刷新了世界纪录，而且比邻近的亚洲经济体在其30年鼎盛增长时期的平均速度也高出了2个百分点（比台湾和日本两个过去的最优秀的学生高出整整1个百分点）。这是否理所当然地说明中国大陆是独一无二的呢？

或许如此——但有如下几个重要事实需要注意。首先，中国的历史增长数据曾引起学术界有关统计数据质量问题的激烈争论，情况比其他亚洲经济体要严重得多。大多数这个领域的研究者得出的结论都是，真实增长率被夸大了，原因可能是低估了通货膨胀的因素，或者在传统的统计体制中存在某些扭曲。平均来说，在他们进行修正以后，中国在1978～2000年的平均真实增长率大约是在7.5%～8.0%之间①。

中国大陆与亚洲增长模式

还有，从增长的实质内容来说，真正起作用的并非真实增长率究竟是7.5%还是9.5%。原因在于，我们需要了解过去30年以来中国的全要素生产率的增长速度究竟如何。按照目前最普遍引用的6个研究的测算，如果依据官方公布的增长率，那么从1978年以来全要素生产率的增长率为每年3.5%左右（参见图127）②，如果我们采用更低的、年均7.5%的真实增长率，那么全要素生产率的增长速度则要低得多，只有每年1.5%。

而且，不管全要素生产率是以每年超过3%还是不足2%的步伐增长，要害却在别的地方。请看图128，它比较了亚洲8个经济体在1960～1995年与中国大陆在1978～2000年的经济增长的构成。为了简便起见，我们中和了官方数据与估计数据的差别，采用了8.5%的年均增长速度——而且与此前一样，我们把全要素生

---

① 这些研究包括：Feltenstein（1991）、Maddison（1998）、Rawski（1993）、Ren（1995）、Woo（1995）、Wu（2002）、Young（2000）、but also Holz（2004）。

② 参见Collins（1997）、Iwata（2002）、Maddison（1998）、OECD（2005）、Wu（2002）、Young（2000）。

产率的增长分解为劳动力转移造成的影响以及剩余的部分。

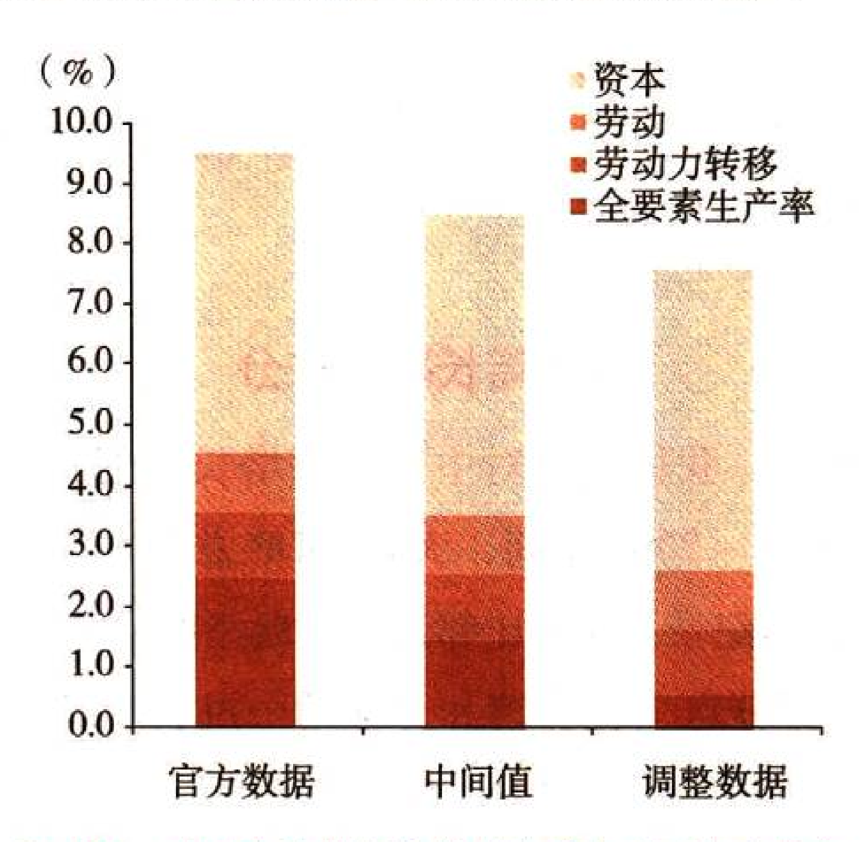


图 127　中国大陆的经济增长速度和全要素生产率

资料来源：瑞银证券研究部的估算（原始数据来自注释中提到的各项研究成果）。

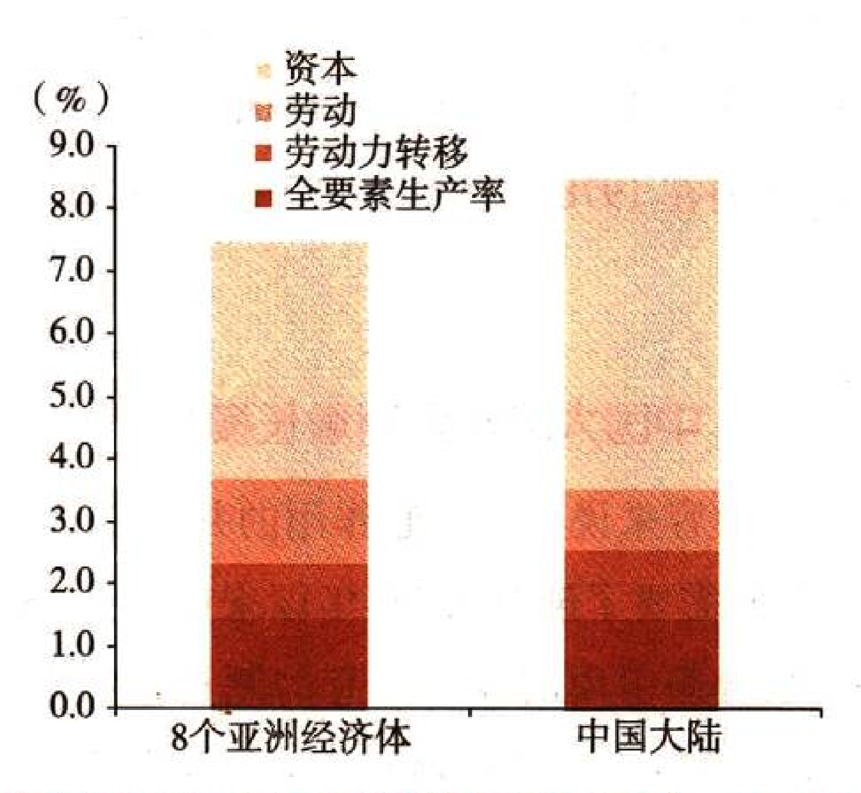


图 128　中国大陆和亚洲 8 个经济体的增长率构成对比：主要的差别在于投资

资料来源：瑞银证券研究部的估算（原始数据来自注释中提到的各项研究成果）。

中国大陆与亚洲其他出口型经济体有哪些不同？实际上，两个图几乎一模一样。全要素生产率都只占全部增长率的一小部分，劳动力的增长和劳动力的重新配置给增长率带来了另外 2 个百分点……剩下的都是资本投资的增加。

换句话说，中国的增长模式与亚洲增长模式别无二致。亚洲经济增长的主要动力——真正的奇迹——来自于其创造高资本积累率的独特能力，以及把这些资本用在生产性的用途上。中国同样如此。如果说大陆的平均增长率超过了亚洲其他地区，那只不过是因为大陆的投资还要多一些而已。

没有“欺世盗名”……只有更高的储蓄

同时，这也意味着与亚洲其他地区相比，中国大陆并没有欺骗世人，并没有通过特别的资源扭曲或不可持续的政策人为制造高增长率的假象。

举几个例子，许多观察家声称，中国采取了社会主义的政府主导经济的模式，导致大量资本进入了没有生产效益的项目，表面上创造了很高的增长率，但全社会的真实收益非常低（所谓“毁灭价值的增长”）。这种说法经不起推敲。

我们在第一章里就介绍过，中国经济的增长主要不是由国有企业或者政府的资源配置带来的，在过去20年里，市场取得了巨大的飞跃。政府当然还影响着投资决策，并把资本投入了许多低价值的项目——但中国大陆目前的实践与韩国和日本的政策制定者在20世纪60~70年代的所作所为并没有本质的差别。

同样重要的是，从以上的图127和图128中很清楚地可以看到，不管采用哪种历史上的增长率水平来测算，大陆都不但取得了财富的增长，而且取得了与工业化国家接近的全要素生产率的增长速度，当然也不输给其他亚洲国家（实际上，如果采用官方的统计数据，那么中国的生产率增长速度几乎是最高的）。此外，尽管中国的经济波动幅度相对很大（参见我们在本书第一章和第三章的介绍），生产率的增长在过度投资达到高峰的年份里可能有所放缓，但在经济减速的时候总能迅速恢复。

还有的投资人关心中国人为地降低利率和资本成本，但在这个方面，它与亚洲其他地区也没有太大区别。图129显示了日本、亚洲四小龙和中国大陆的历史真实利率水平的变化（采用的指标是1年期的存贷款利率）。中国的利率水平当然比亚洲和其他地区有着更大的波动幅度——但平均水准并没有明显偏低。

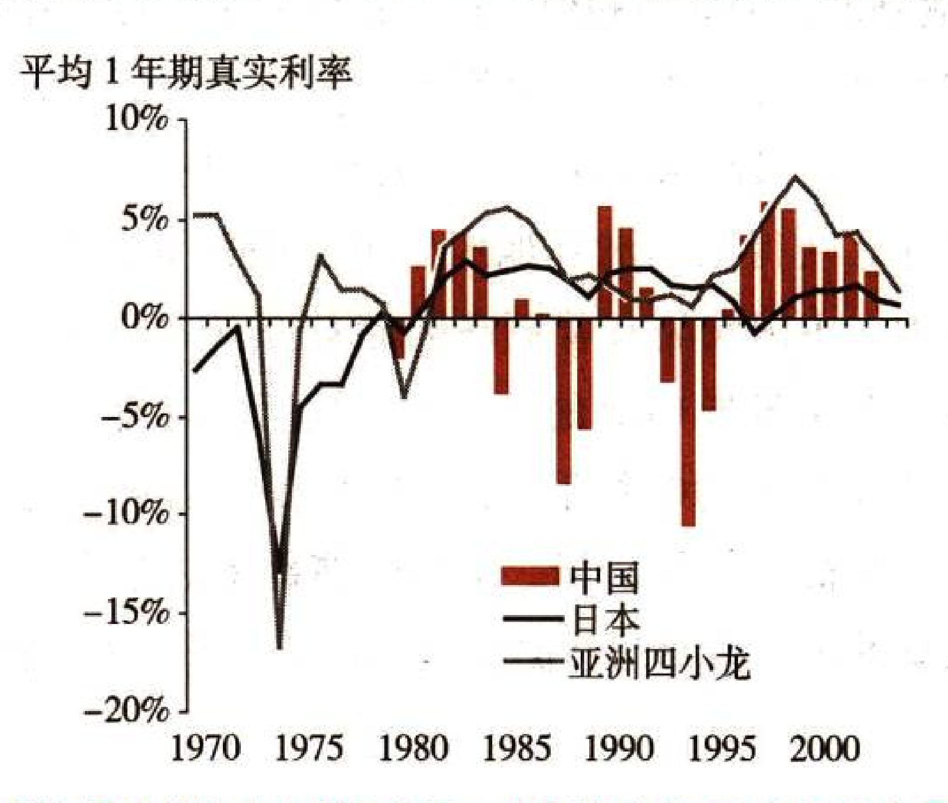


图129　亚洲各经济体的真实利率水平：中国的波动更大但平均水平并未偏低

资料来源：中国经济信息中心、Datastream、瑞银证券研究部的估算。

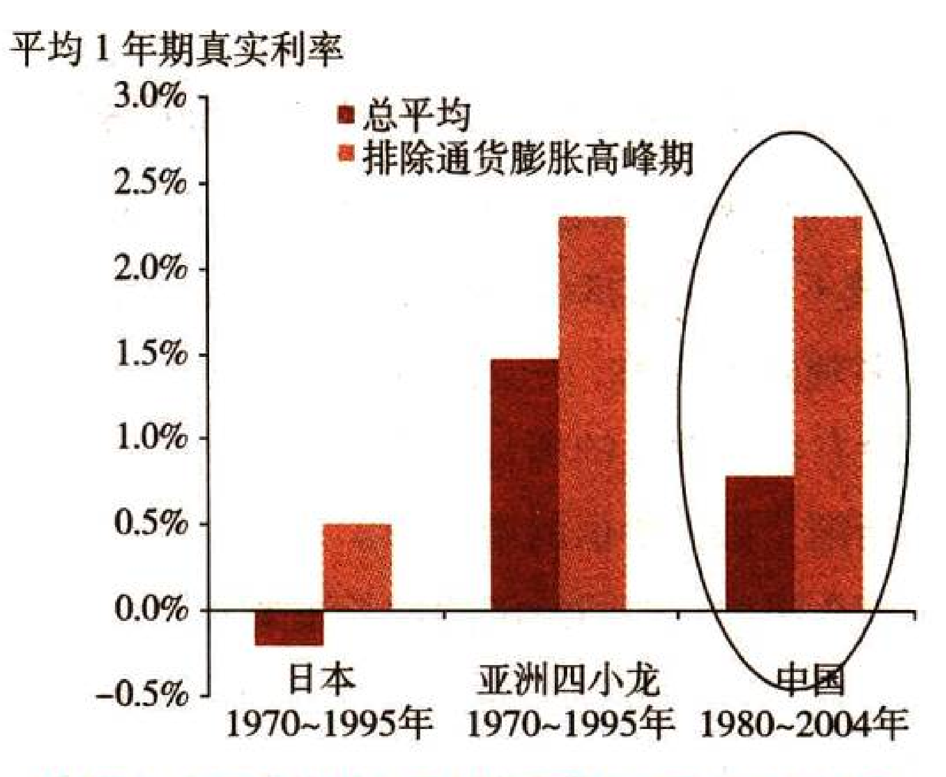


图 130　中国大陆的真实利率水平与邻近经济体接近

资料来源：中国经济信息中心、Datastream、瑞银证券研究部的估算。

在 1980～2004 年间，大陆的平均真实利率水平为 0.8%，而日本和亚洲四小龙在 1970～1995 年之间的水平则分别为 -0.2% 和 1.5%（参见图 130）。在我们排除了通货膨胀高峰期（20 世纪 70 年代中期的日本和四小龙，以及 90 年代早期的中国）的影响之后，中国的利率水平也比日本高很多，而与亚洲四小龙大致相当。

批评者们当然会反击说，假如国有银行在发放贷款的时候不在乎回收结果，那利率其实不会起到什么作用。但我们在第三章里已经指出，坏账的发生主要是个周期性的现象，而不是结构性的问题。中国的银行在经济过热的时期会习惯性地犯错误，不过在整个周期当中，真实利率水平所起到的作用就要大得多。

目前还有一个关注的焦点，那就是人民币币值是否被低估，但这与日本和四小龙在 20 年前所遇到的压力同样相似。而且在实际上，尽管中国大陆近年来出现了巨大的经常账户盈余（那是人民币价值被低估的主要证据），但与韩国、台湾、香港和新加坡在历史上的最高水平相比，还是要低一些。

那么，中国凭什么获得比亚洲其他地区更多的投资和更高的增长速度的呢？只有一个直接的原因：中国大陆有着更高的储蓄率（参见图 131）。与之前一样，这个图显示的是国内总储蓄与 GDP 的百分比。我们可以看到，大陆的水平要比其他亚洲出口型经济体高出 5～10 个百分点（特别是，近年来这个差距已经扩大到了 20 个百分点了）。下面我们将解释，中国的储蓄率被夸大了，但基本结论依然是，大陆经济增长率的出类拔萃与其储蓄率的超高水平有着直接的联系。

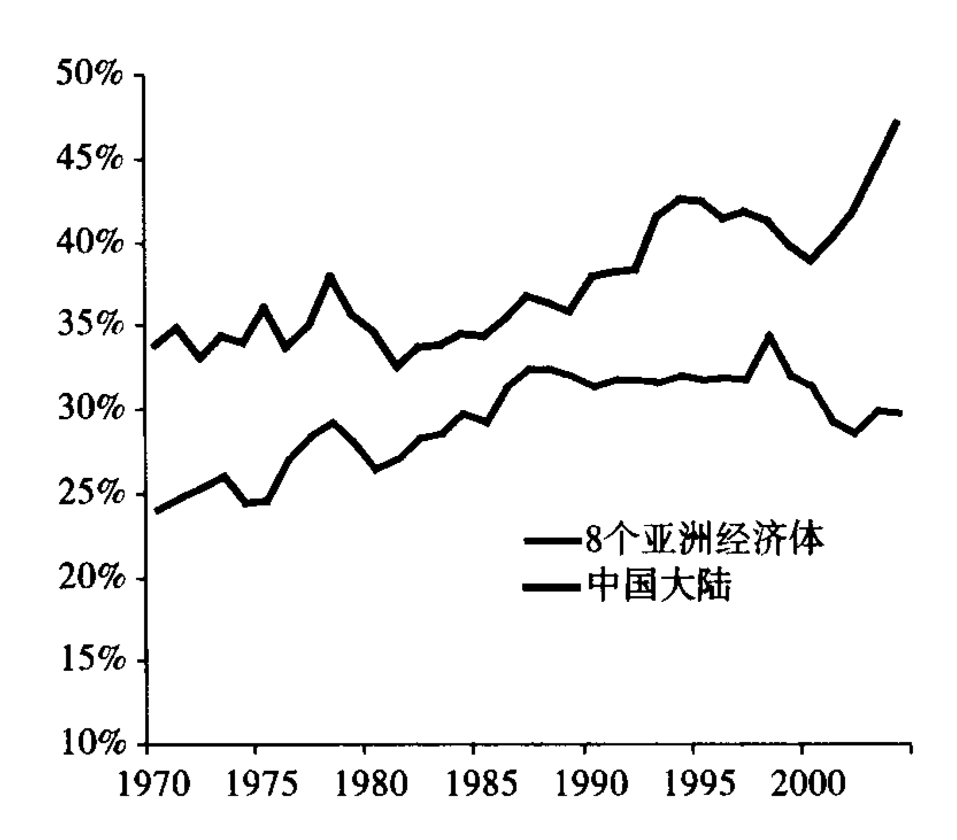


图 131　中国大陆的国内储蓄率比亚洲 8 个出口型经济体更高

资料来源：瑞银证券研究部的估算（原始数据来自注释中提到的各项研究成果）。

小结

不可避免的结论是，中国大陆所上演的经济“奇迹”与亚洲其他经济体没有什么两样。在以上的第一节里，我们证明了亚洲各个经济体之所以获得了创纪录的增长速度，是因为他们有着创纪录的储蓄率，而且成功地发展出了良好的机制，把庞大的储蓄资源引导到了生产性的投资上面。然后我们发现，中国的奇迹实际上也是同样的故事。

对于那些习惯于在大众媒体上看吹捧中国的文字的读者而言，这是一个全新的、重新认识中国经济的视角。实际上，获得 8% ~9% 的年增长速度并不值得过分惊讶，因为亚洲其他经济体也曾经在将近 30 年左右的时间里保持了近似的高速度。对中国来说，既然保持了更高的储蓄率，那么它能够实现非常高的增长速度也就不奇怪了，相反，面对这样典型的亚洲增长模式，很多人表现出来的过分激动反而令人费解。

附录：亚洲、中国和前苏联

有的评论家会指出，我们忽略了另一个重要的类比对象，那就是前苏联。把中国当成发展中国家，放在亚洲经济的增长背景里面进行比较是一回事——但是，中国与其他亚洲经济体不是在某个很关键的方面存在巨大的差异吗？也就是说，特殊的政治体制的作用。如果从这个角度去考虑，我们就会发现，苏联也曾经获得过超高速的增长，而且直到 20 世纪 80 年代中期出现崩溃的迹象之前，它也一直被当成一种新的经济发展模式。中国也有着与前苏联类似的扭曲，它可以避免同样的突然崩溃的宿命吗？

这些都是很有意思的问题。然而，如果我们仔细检查前苏联的经济增长成就，便会得到一个令人震惊的结论：它与中国或其他亚洲经济体有着巨大的不同。前苏联的经验非但不能表明中国大陆经济存在潜在的问题，反而证明，中国属于典型的、成功的亚洲增长模式。

请回忆一下我们以上的发现，亚洲国家和中国都获得了相当高的全要素生产率的增长速度，每年接近2% ~3%——即使在排除了劳动力转移的效应之后，仍然相当可观。相反，许多学者对前苏联的研究得到的结论却是：全要素生产率在20世纪50年代或许还是正增长，但到60~70年代后基本上已呈现停滞，而到了80年代则明显表现为负增长。参见有关的研究：Easterly（1995），Bergson（1987，1991）以及Ofer（1987）。

它表明，在剔除了劳动力转移到工业部门的效应之后，前苏联的全要素生产率在其最后30年里一直都是负增长，这与有关中国的任何研究所得到的结论都形成了鲜明对比。生产率的长期停滞有助于解释前苏联解体后经济的持续崩溃，因为过度投资和资源错误配置造成的扭曲长达数十年的时间，它们的突然放松产生了巨大的冲击，对于已经被政治上的解体弄得疲惫不堪的国家来说显得过分沉重了。

把前苏联的经验与我们在第一章中介绍过的中国国有经济改革的情况作一下比较，大家就可以明白：我们为什么要用亚洲经济体与中国大陆进行对比——以及为什么把前苏联的情况抛在一边了。

中期增长的动力——供给方面

在本节中，我们将围绕如下四个基本话题来讨论中国经济未来的增长前景：

（1）高储蓄率是否还会持续？

（2）高资本投资是否还会持续？

（3）劳动力投入是否还会持续？

（4）生产率增长速度是否能维持高水平？

我们对以上问题的回答都是肯定的——尽管其肯定程度并不会像过去20年那样高，也肯定要比目前的周期性经济过热时要低。我们预期，未来几年的年增长速度将回调到大约8.0% ~8.5%的水平，并且在未来至少20年里大约每过10年会降低1个百分点。

具体的阐述如下：

储蓄

我们已经说过，高储蓄率是亚洲增长模式的基本动力，这也是我们对中国的预测的出发点。

很重要的一点是，对大多数国家来说，要直接测算储蓄率并不容易，因为这要求有关资金流和实物流的非常详细的信息。幸运的是，经济学家们可以利用基本的宏观经济恒等式来帮忙：

$$S - I = CA$$

也就是说，要像测算总国内储蓄率 S，我们可以通过总投资率 I，以及经常账户的余额 CA 来推算，因为任何国家对后两个指标基本都有大致的统计。这也是我们在以上的图 131 里推导出各国国内储蓄率的数据的办法。

中国的储蓄是从哪里来的？在图 132 中，我们把国内储蓄分解成了家庭、政府和企业几个部分（家庭和政府的数据来自世界银行报告的官方公布的资金流的数据，而企业储蓄则是利用以上的等式得到的剩余）①。

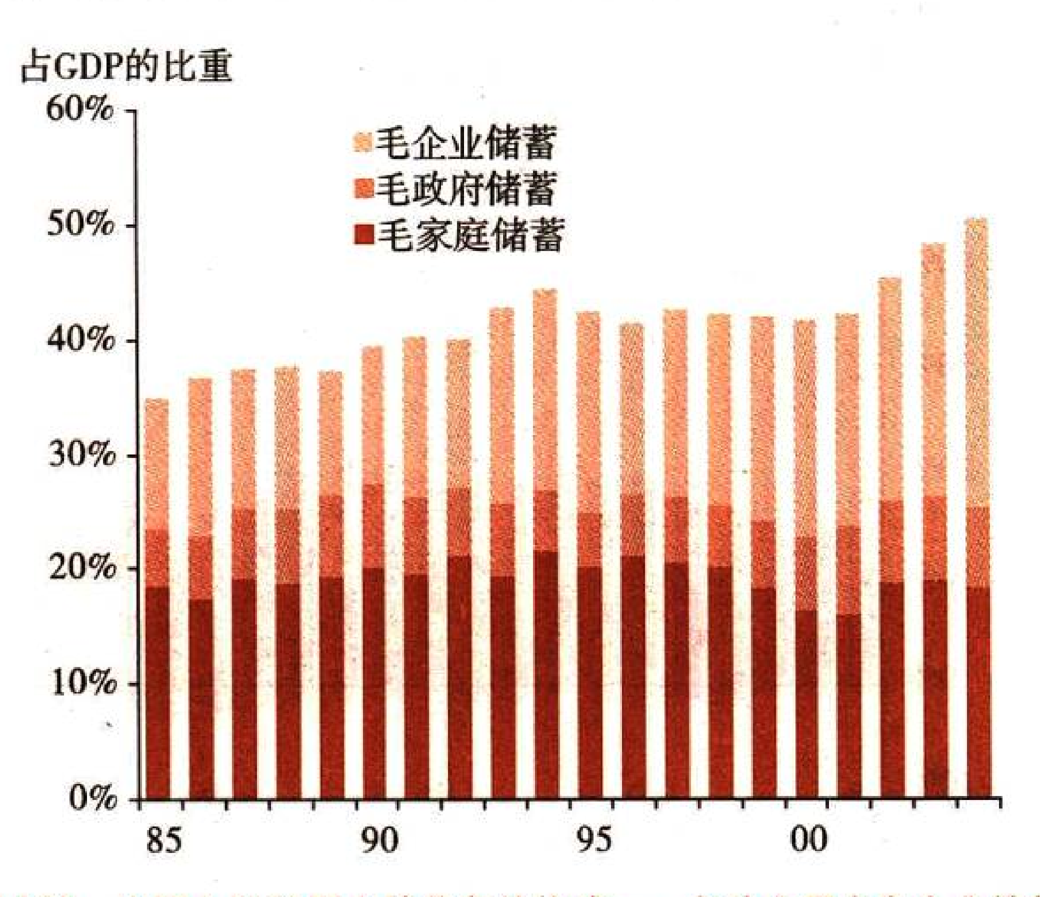


图 132　中国大陆的国内储蓄率的构成——变动主要来自企业储蓄

资料来源：Kuijs（2005），中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

从图中可以看到，大致有一半的储蓄，相当于 GDP 的 20% 左右，来自家庭，

① 在以前的研究中（The Myth of the Asian Consumer, *Asian Economic Perspectives*, September 22, 2005），我们通过有关家庭收入和支出的调查数据来测算家庭储蓄率。然而，Kuijs（2005）的研究表明官方公布的数据有较强的可信度，我们也因此改变了测算方法。

相当于 GDP 的 5% ~6% 的部分来自政府，其余来自企业。这里最有趣的特点是，家庭和政府的储蓄行为保持着相对稳定，储蓄率的全部波动（包括最近以来的储蓄率的变化）都来自企业。

下一个问题是，为什么中国的储蓄率要比邻近地区高出那么多？实际上并非如此。请记住，我们并不能直接观察到中国的储蓄与 GDP 的比例，但在下一节里将会看到，中国的投资率几乎可以肯定是被高估了。虽说要特别准确地判断究竟高估了多少是不太可能的，但市场人士一般估计，需要下调 5 ~10 个百分点。

如果有这样的下调，那将使中国的家庭与企业的储蓄率回到比较正常的水平，与亚洲其他经济体在其高速增长时期接近。从图 133 和图 134 中可以看到这一现象（不过，图 133 中对储蓄率的定义于以上的图 132 中的定义有些差别，请参看脚注）①。

但是，不管是总储蓄率达到 GDP 的 50% 还是 40%，这个数字终归非常高，至少与邻近的亚洲经济体的历史最高峰值相当。这给我们提出了最终的问题：是否有这样的可能性，在未来 10 ~20 年，大陆的储蓄率会迅速下降？

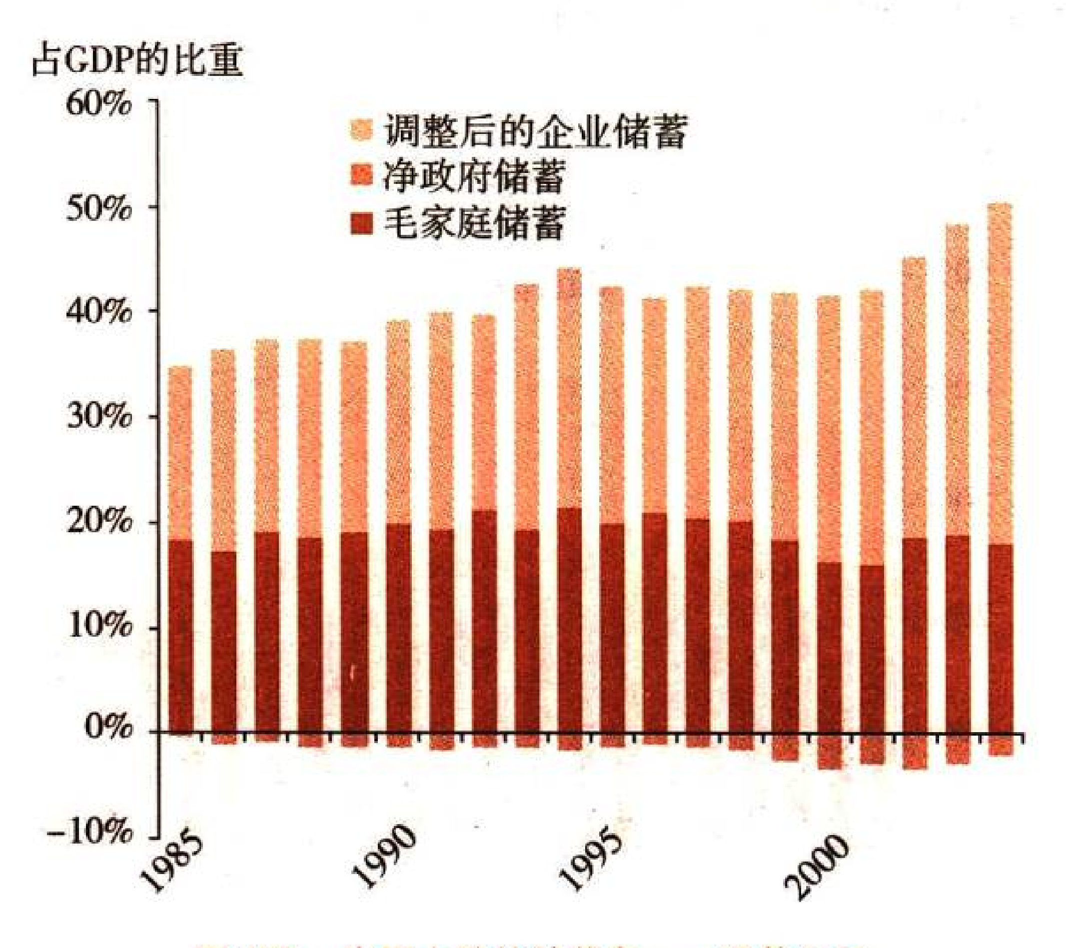


图 133　中国大陆的储蓄率——调整之后

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

① 为了进行跨国比较，图 133 和图 134 采纳了“净政府储蓄”的定义，考虑了资本开支和资本转移的影响，调整结果也反映在“调整后的企业储蓄率”中。

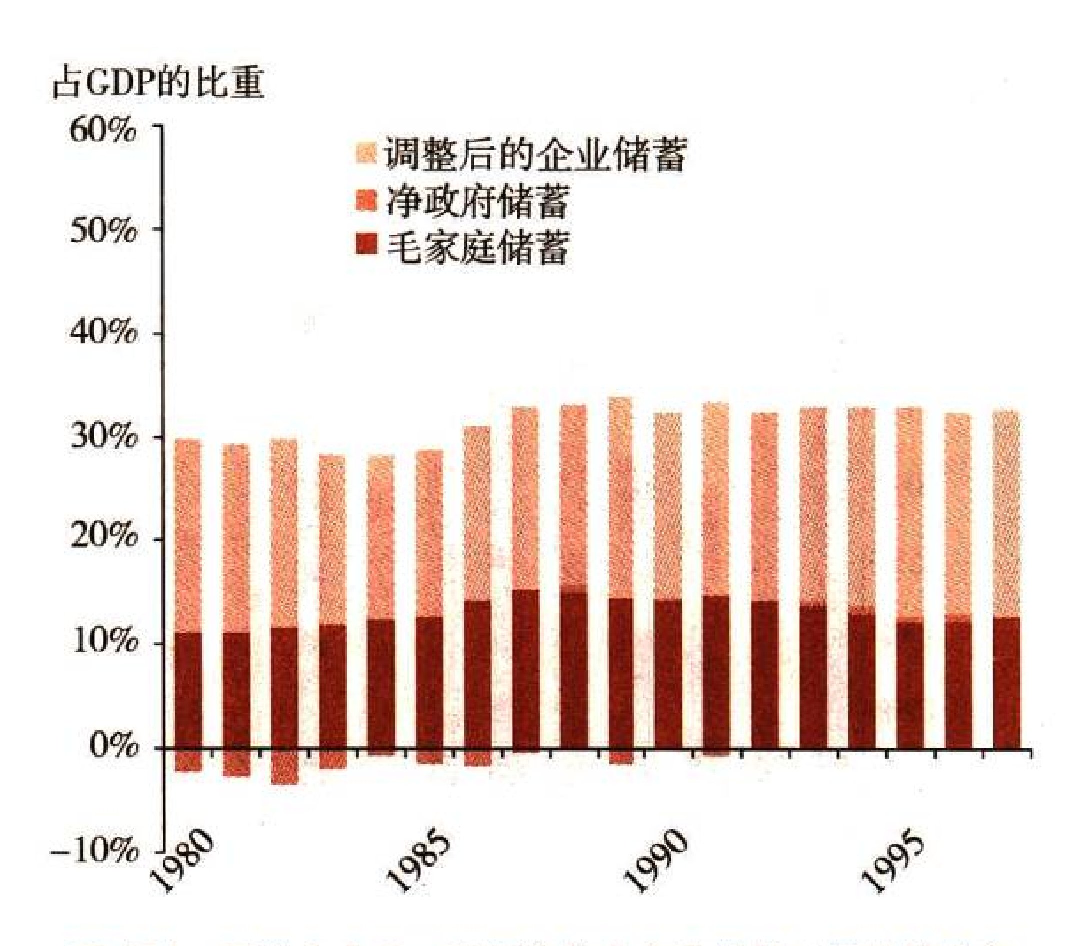


图 134　亚洲 8 个出口型经济体在高速增长时期的储蓄率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

我们不这样看——中国大陆的储蓄率不可能在短期内迅速降低。为什么呢？因为亚洲各国的经验告诉我们，在全部增长因素中，总储蓄率其实是最为稳定的因素，从图 131～134 中都可以发现这一点。在过去 30 年里，亚洲国家曾经历了一系列冲击：人均收入提高、经济增长率放缓、资本回报率波动、金融自由化和社会老龄化等。然而，储蓄行为却是整个过程里特别稳定的一环，在 10～20 年的长时间里，储蓄率会逐渐发生变化，但不会有一夜之间的巨变。

当然，如我们在第二章中所阐述的那样，中国大陆的人口结构变化比任何一个邻近地区都来得更早，但新的退休人口在 15 年之后才会大量增加——同时我们还不清楚，这些退休人员是否都有权领取养老金。还有，大陆的居民家庭还处在财富积累的较早阶段，大力宣传的住房私有化也并没有导致流动性资产的显著转移（参见以下有关消费需求的讨论）。

因此，我们的判断是，在储蓄率方面不存在重大的冲击。

投资

接下来是资本形成。形成储蓄是一回事，但中国还需要确保储蓄下来的资金最终会被用到生产性的投资项目上，同时，目前的投资率水平及其未来的前景则是有关大陆宏观经济的分歧最大、争论最多的话题。

从以下的图中可以看出问题的原因，2004 年，中国的投资支出达到了 GDP 的 45%，2005 年的数据估计也与此接近。请注意，总投资率达到 40% 以上在亚洲并不是史无前例的——韩国、马来西亚、新加坡和泰国在过去几十年的投资高峰年

份都曾达到过类似的高水平（参见图135）。

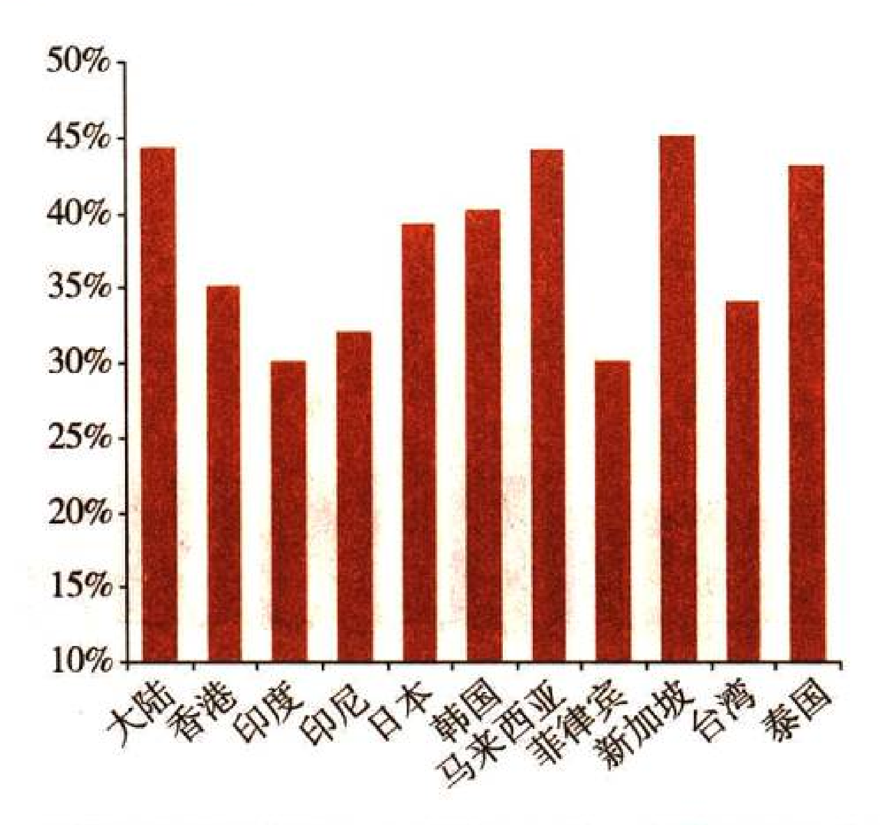


图135 亚洲各经济体在历史上的投资高峰：中国大陆并非史无前例

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

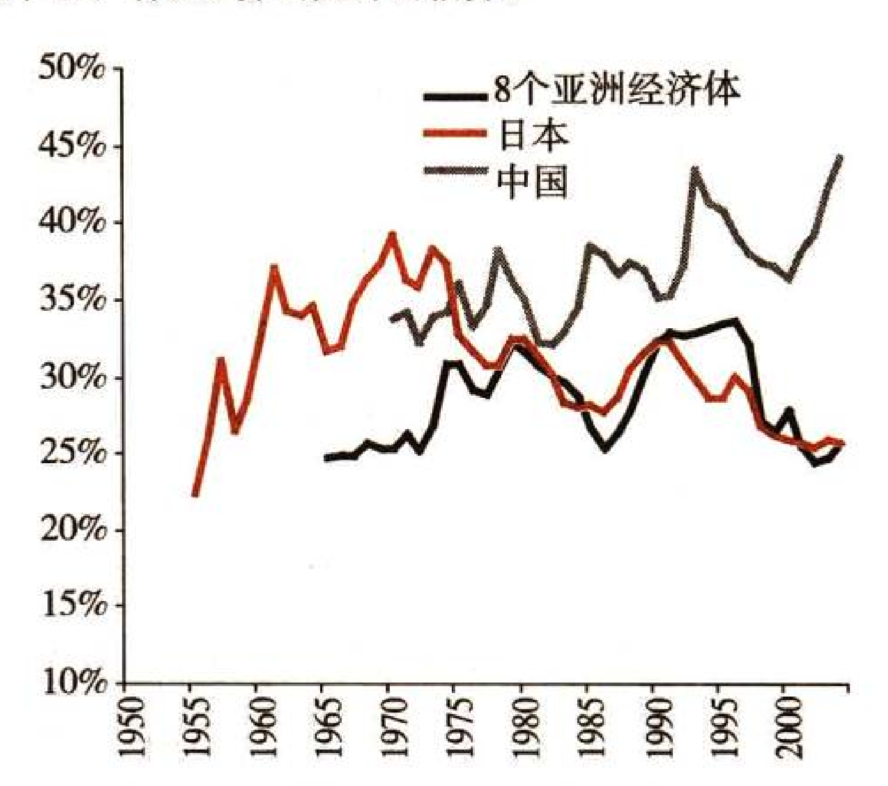


图136 亚洲各经济体的投资率变化：中国大陆有着持续的突出表现

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

但真实情况是，中国的投资占GDP的比率在过去20年里一直都接近40%，这是一个无论日本还是其他亚洲出口导向型经济体都从来没有达到过的成绩。在大多数观察家看来，这说明：（1）资本投资存在结构性偏高，原因是政府的经济增长政策所造成的扭曲；（2）资本回报率过低，未来还将降到更低的水平；（3）其结果是，中国未来不可避免地要经历结构性的低投资时期……即使储蓄率还维持在很高水平也没有办法。

这样的观点看似有理，但不能得到更多的数据支持。其实，过高的投资率几乎是导致人们得出以上的悲观结论的唯一原因，经济中其他指标所反映的完全是另外一幅场景。

首先，在最近这次景气周期中，很显然，企业利润率没有受到特别的下降压力。图137显示了一个最容易得到的反映利润率的指标，也就是税后的工业利润占总工业销售额的比例。如图所示，在20世纪90年代后期，即上次经济泡沫破灭后的萧条年份里，净利润率曾大幅度下降，此后回到了比较高的水平上，并保持了下去（比80年代的水平低，但比90年代的平均水平高得多）。有人或许会反驳说，中国正在通过不可持续的大量投资来维持工业销售额，但如果我们测算工业利润占总资产的比例，也会得到同样的利润率没有下降的结论。

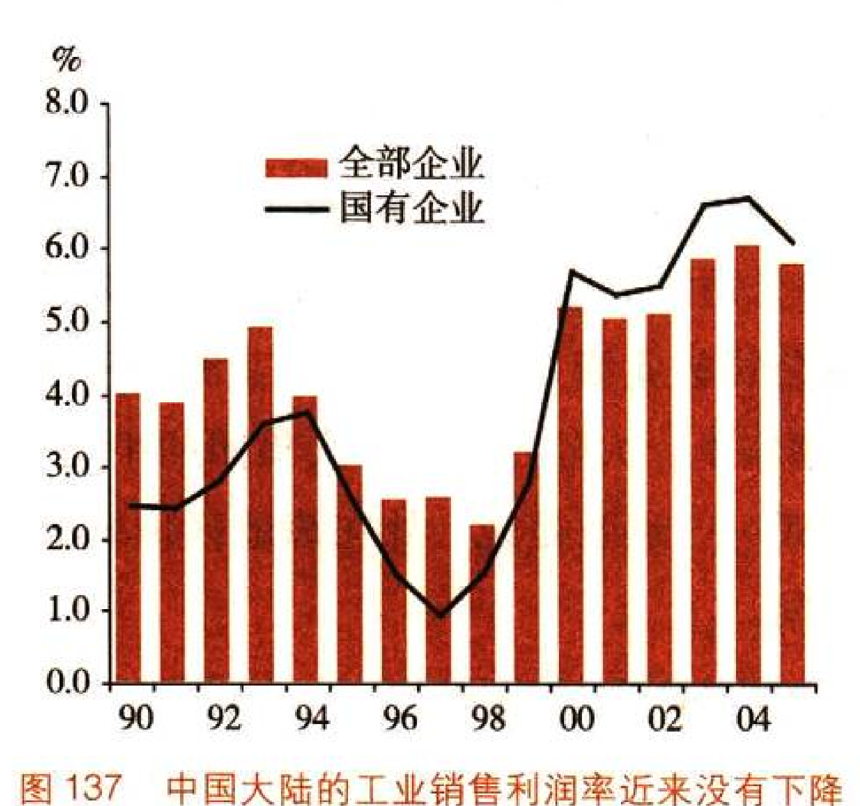


图137 中国大陆的工业销售利润率近来没有下降

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

外国直接投资也显示出了不错的利润率轨迹，如果采用中国官方的外汇平衡数据，全部外国直接投资的隐含回报率在不断下降——但如果根据香港的国际收支数据（BOP data），或者美国公司直接报告的数据（参见图138），情况则不是这样，对中国的投资利润率基本上比较稳定。

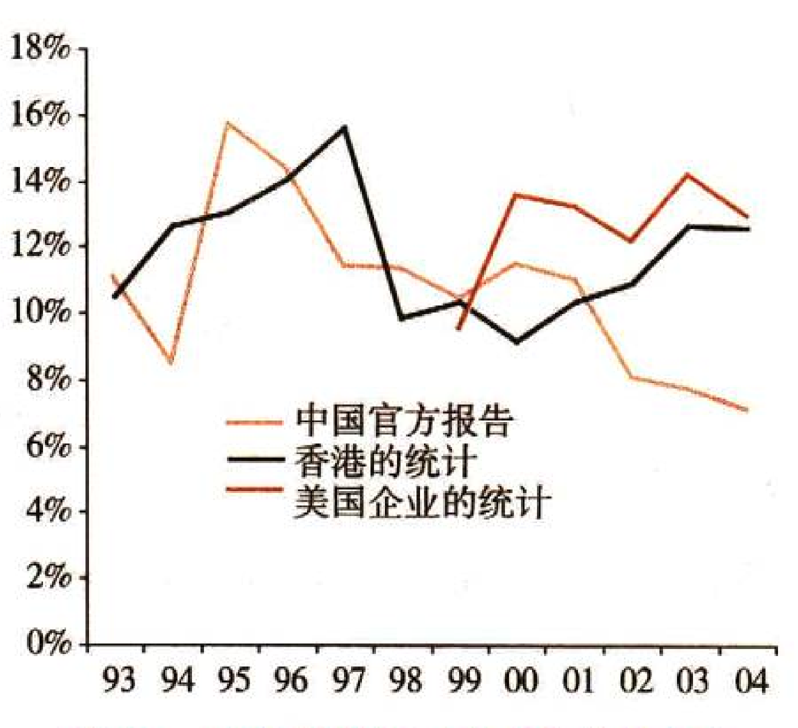


图138 对中国的外国直接投资收益稳定

资料来源：中国经济信息中心，BEA、瑞银证券研究部的估算。

批评者们会回应说，中国的利润率是因为过剩产能的持续退出所造成的。这种看法当然有一定道理，毕竟我们在第一章里也提到大陆曾经非常积极地关闭亏损企业，大力裁减冗员。如果过度投资导致了生产能力的"浪费"，而这部分产能在导致长期的亏损之前就被关闭，就可以解释为什么剩下的企业的利润率可以保持在比较高的水平。

然而，如果这是主要的影响因素，那么中国的全要素生产率将出现负增长（因为请注意，全要素生产率的增长要考虑所有的资本投入，而不管过剩与否）。但从图 127 和图 128 中可以看到，就我们所知，所有的研究者都发现，在过去 20 年里中国在生产率方面的表现至少和亚洲其他地区同样出色。

对于公司层面的比较同样如此。请看图 139（在第一章里也介绍过），它反映了过去 10 年里亚洲上市公司的平均股本回报率和投资资本收益率。结果显示，中国在海外和国内上市的公司的业绩并不显著高于亚洲的平均水平——但同样也不显著低于平均水平①。事实上，大陆处在一个大集团的中间位置，其中包括香港、新加坡、韩国和马来西亚……也就是说，处在该地区传统的高储蓄率、高增长率的经济体组成的集团中间。

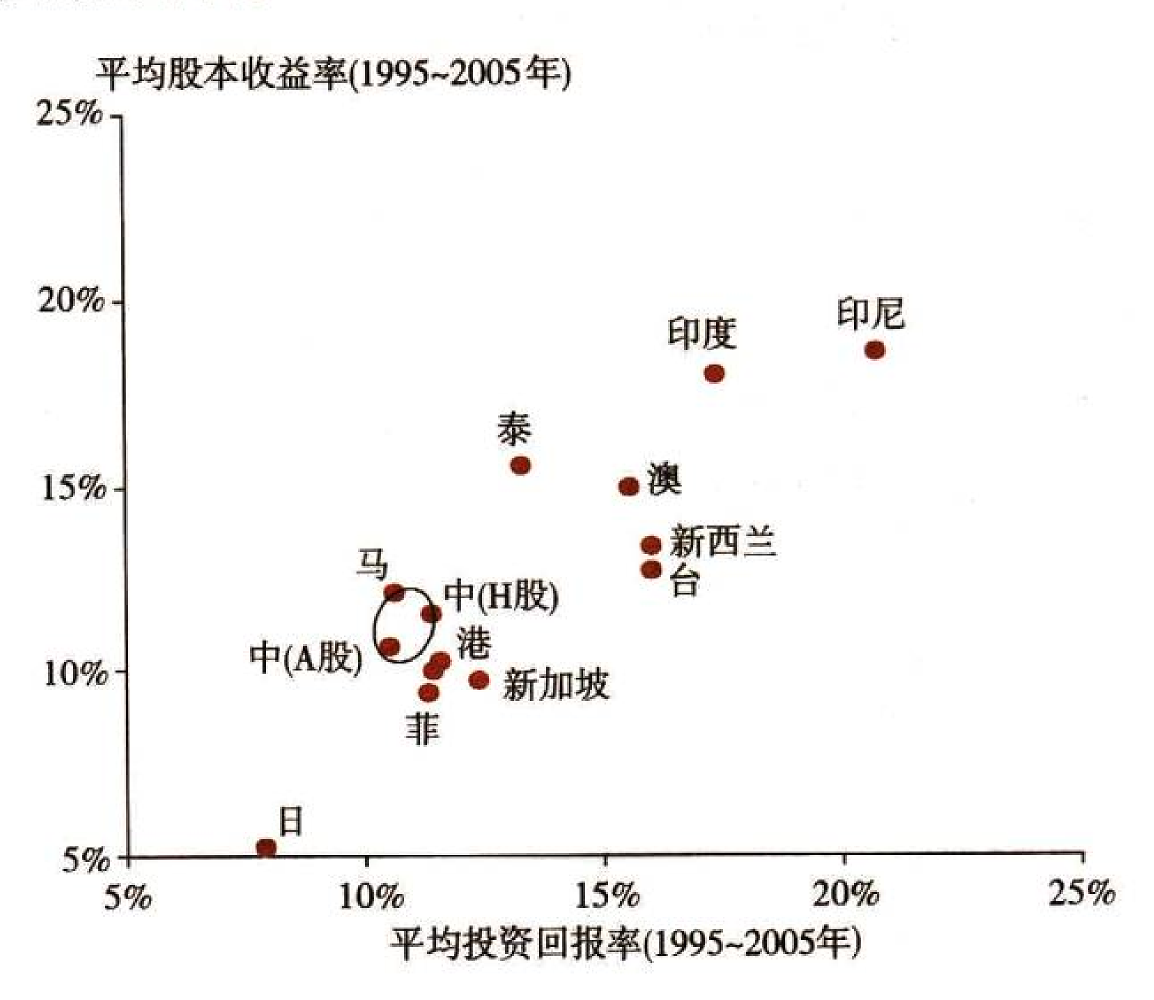


图 139　亚洲主要经济体上市公司的盈利水平——中国企业接近平均水平

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

其实，真正的例外乃是印尼、印度、澳大利亚和新西兰，这些国家有着比较

① 还有，中国的上市公司的质量也未必好于整体经济。在香港上市的企业效益可能更好，但是在国内的 A 股上市的公司主要还是规模一般、正处在改革过程中的原国有企业。

低的储蓄率和投资率，以及由此导致的比较高的真实利率和资本成本。

如果这些都是事实，那该如何解释中国拥有过高的投资率呢？实际上，我们认为真正的原因不过是大陆的投资率被高估了，它与亚洲其他地区的“差距”被人为地夸大了。

进行独立研究的经济学家们几乎一致断定，中国的国民收入账户里严重低估了私人服务业部门的作用，真正的 GDP 可能比官方数据高出 20%。考虑到与其他产业相比，小型服务业的资本集中度很低，因此重估 GDP 自然会导致投资率的回落，这将使中国的数据与亚洲其他经济体的历史统计更加接近。

从图 140（来自世界银行的 Kuijs 的研究）中可以看到这点，该图显示了 75 个发达国家和发展中国家在 2001 年的投资率与工业化的比率。中国是所有样本国家中投资率最高的……它的工业占 GDP 的比重也同样高居首位。当然，中国的服务业占 GDP 的比重只有 30% 左右，也是最低的——这对于许多曾经到大陆旅行、并亲眼见证了那里繁荣昌盛的服务业的人而言，完全不符合事实。

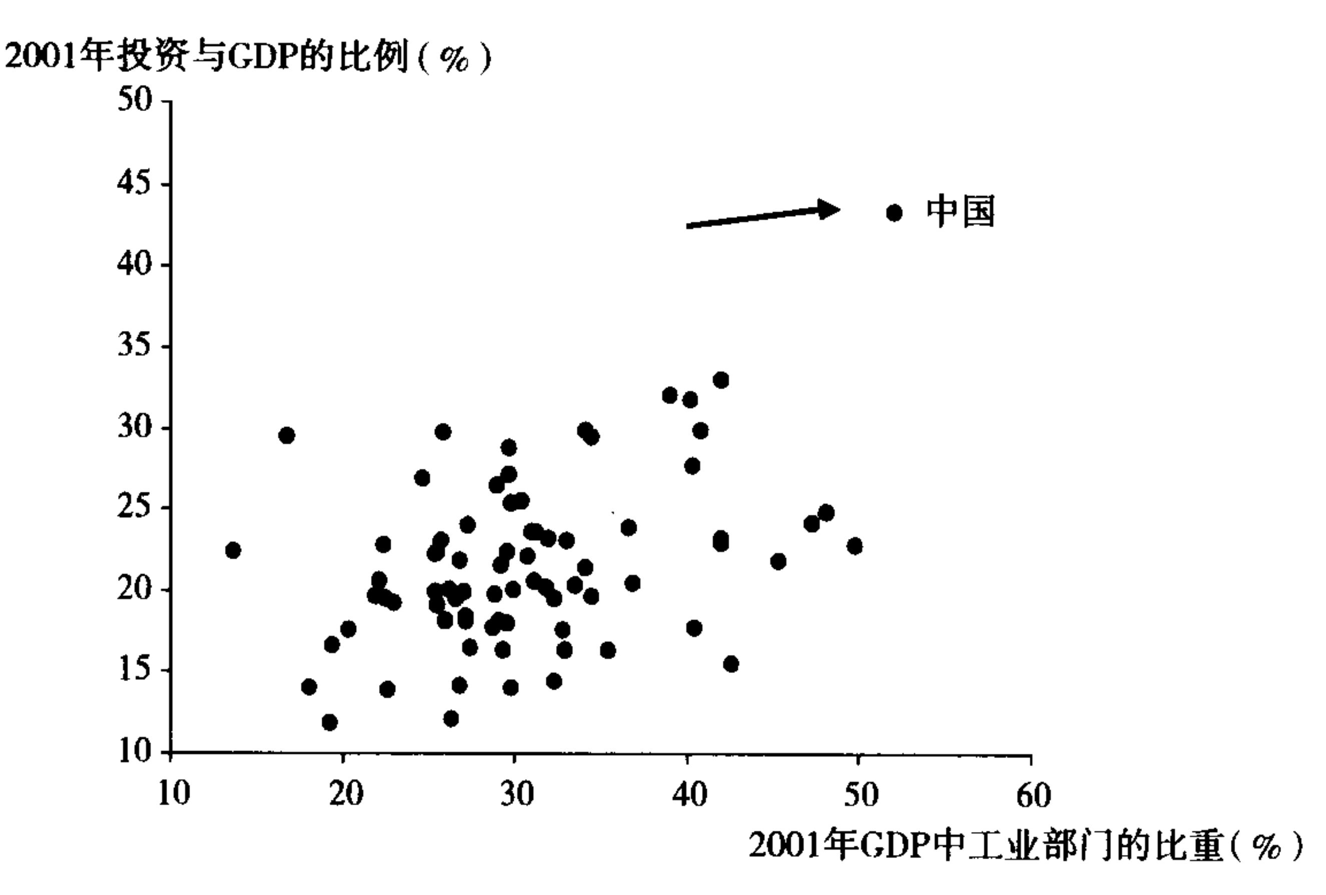


图 140　中国真的与众不同?

资料来源：Kuijs（2005）。

所以，我们的结论是，被广泛宣扬的中国经济的过度投资或许不过是现存统计数据造成的假象①。当然，中国的确会发生周期性的过度投资——这是我们之前

① 2005 年 12 月 20 日，国家统计局公布了刚刚完成的第三次经济普查的结果，宣布中国 2004 年的 GDP 总量修正为 15.9878 万亿元，比原来的数字增加了 2.3 万亿元，证实了 2004 年的 GDP 总量被低估了 16.8%。其中，第三产业增加值的修正量为 2.13 万亿元，占总修正量的 93%，第三产业增加值占 GDP 的比重由修正前的 31.9% 上升到修正后的 40.7%。这个结果证明了众多经济学家和本书作者长期以来的判断。——编者注

讨论过的宏观经济剧烈波动的主要诱因之一——同时我们也预期，投资率的数字将逐渐下降，但我们不认为这会给大陆的整体增长模式带来结构性的压力。此外，中国经济波动最剧烈的时期即将过去，下面还将详细阐述这一点。

以上的解释意味着，有关投资会大幅度下降的担心并不成立，只要储蓄率还保持着高水平，我们就看不出中国大陆有不继续保持高投资率的理由。有趣的是，这反过来也表明提高投资利润率的希望可能会落空，我们判断，尽管法制和公司治理环境将得到改善，但投资利润率并没有很大的上升空间。

劳动力

在第二章里，我们详尽分析了中国人口结构的变化，这里我们重申一下最主要的发现。关键的结论是，劳动力供给是中国与亚洲邻近经济体非常不同的一个方面。日本和亚洲四小龙在它们的高速增长时期都伴随着非常强劲的人口和劳动力增长，从而支持了快速工业化和 GDP 的高速增加。相反，中国的婴儿潮时期是在 20 世纪 70 年代采取独生子女政策后突然结束的，结果，劳动力供给似乎将成为未来经济增长的一个主要约束因素。

请回忆一下，我们在第二章里介绍过联合国对人口增长趋势的预测：中国的总人口将在 2030 年到达 14.5 亿的顶峰，然后开始下降（参见图 141）。同时，劳动力总量的峰值将提前很早到来，在 2015 年前后出现。就在 20 世纪 90 年代和 21 世纪的前几年，中国的劳动力总数还在以每年 1 000 万左右的速度增长，但今后的 5 年，这个数字会减少到每年 600 万左右。到 2010 ~ 2020 年，劳动力的净增长将降到 0，在 2020 年之后将出现下降。

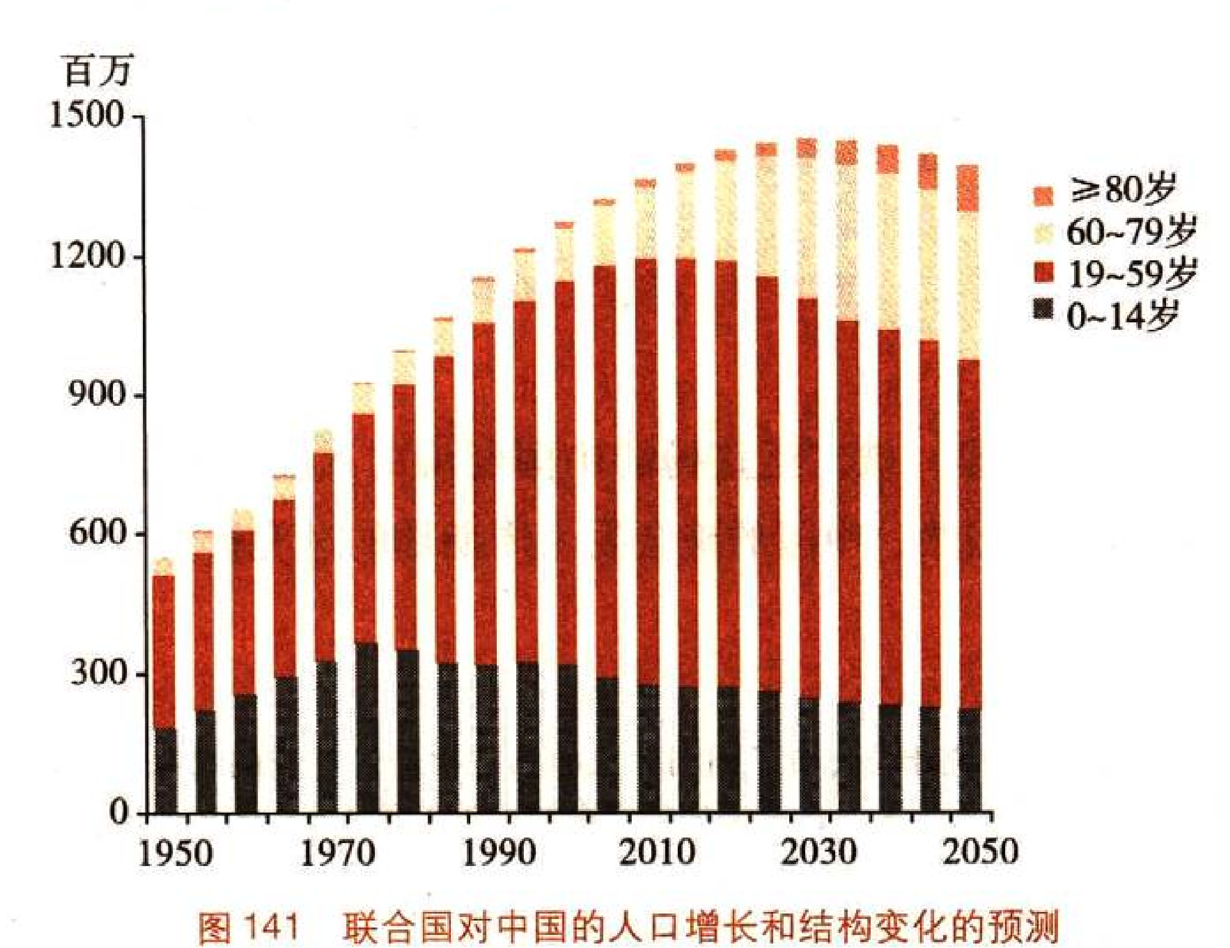


图 141　联合国对中国的人口增长和结构变化的预测

资料来源：联合国人口署、瑞银证券研究部的估算。

当然，如果中国存在取之不竭的农村“富余”劳动力，那么以上的人口变化不会对经济增长造成任何影响——但实际情况远为复杂。如果测算从15岁到59岁的全部工作年龄段的劳动力，中国经济中的确存在大量的就业不足的人口。但是在第二章里我们已经指出过，29岁以下的农村转移劳动力已出现萎缩。目前有超过1亿人的农村转移劳动力在工厂、城镇中工作，大部分农村地区的年轻人已经被吸纳，因此，出口加工业企业正在不断抱怨越来越难以找到足够而便宜的工人。

未来这种困难必将加剧，因为15～29岁年龄段的人口正在萎缩。整个工作年龄段的劳动力还没有达到顶峰，但是增长主要是来自年龄更大的人，也就是婴儿潮时期出生的人正在进入更高龄的阶段。其结果是，随着劳动力增长速度的减慢，经济增长速度也将放缓。我们的分析表明，随着人口的老龄化和年轻工人的逐渐短缺，中国的真实增长速度在未来20年或更长的时期里每10年减少1个百分点。

图142对此进行了总结。在过去25年，中国的人均真实GDP保持着相当稳定的、每年7%～8%的增长速度，只有20世纪90年代早期的泡沫时期例外。如果去除这段时间，那么真实GDP总量增长的任何波动几乎都可以用人口增长速度的变化来解释。

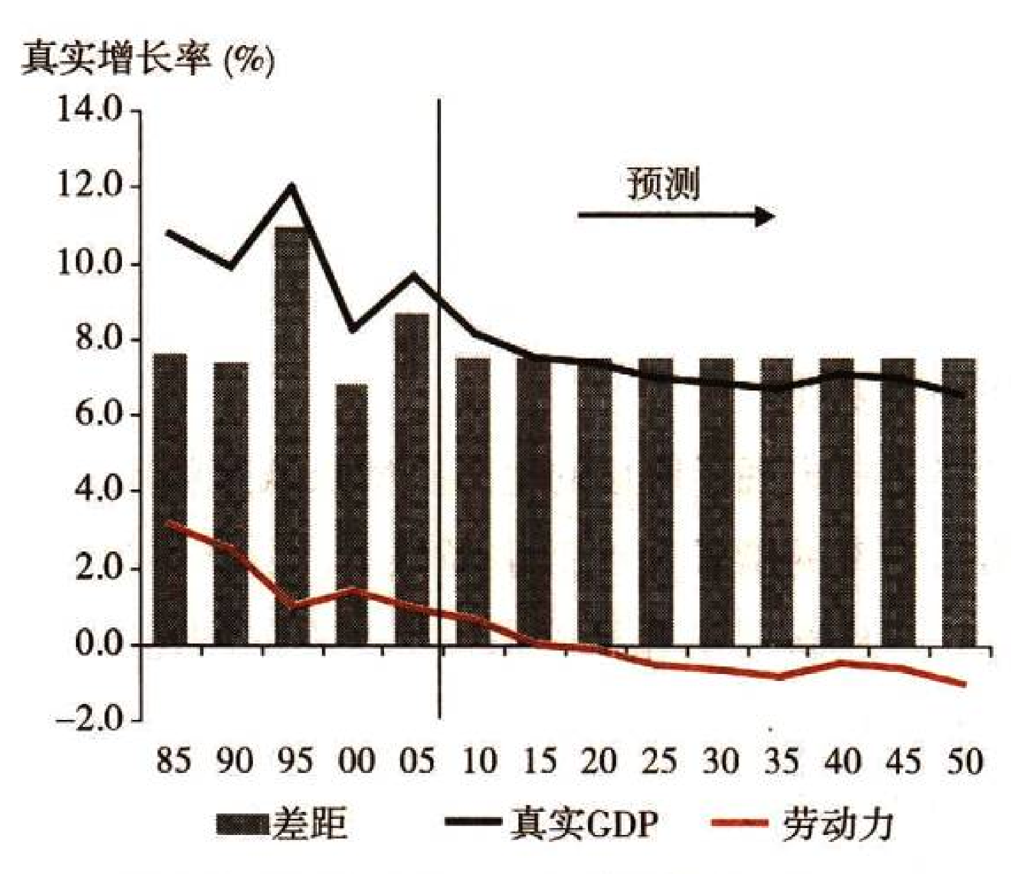


图142 即使劳动生产率保持现有的增长速度，
中国经济总量的增长仍然会受到劳动力总量减少的拖累

资料来源：中国经济信息中心、联合国人口署、瑞银证券研究部的估算。

就是说，即使劳动生产率（这里不是指全要素生产率）继续保持每年7.5%的增长速度，中国在1985～2030年的GDP增长趋势还是将逐渐损失3～4个百分点，或者说每10年1个百分点。从20世纪80年代到90年代早期的10%的年真实增长率，大陆经济增长率将在中长期里逐渐减速到7%左右的水平。

生产率

本节最后一个专题是关于生产率。如我们所述，中国的经济增长历程的一个主要惊喜（至少对那些质疑大陆增长模式的可持续性的人来说）乃是持续取得了全要素生产率的显著提高。另外，有关利润率、股本回报率和资本回报率的数据也清楚地表明，全要素生产率获得的提高是毫无疑问的。但剩下的问题是，中国能继续保持这样的进步吗？

老实说，我们并不知道——但是，我们也没有看出有哪些理由可以导致未来的生产率增长速度降低。

在承认“不知道”的时候，我们并不是表示自己对中国经济的前景存在什么特别的担心。而是说，关于哪些因素导致了全要素生产率的增长，经济学家们还不甚清晰。在这个课题上发表过大量的论文，从教育、基础设施、信息技术、市场的灵活性和其他各种因素上去查找原因，但关于为什么有的国家能够取得更快的生产率的增长，而有的却没有取得，人们并没有达成普遍的一致意见。

然而，我们可以对市场上最常见的关于中国的生产率会下降的担心进行分析，结果发现，这些忧虑都经不起仔细推敲。

首先是关于社会主义的、政府主导的经济模式。许多观察家宣称，大陆的模式正遇到麻烦，政府在不断给垂死的国有企业输血，银行积累了大量的不良资产。在前面的第一章和第三章里，我们已经分析了这种断言言过其实。实际上，市场机制在中国的作用远远超过了从前，政府正在努力清理银行坏账，并且加速出售银行的股份。这里不再赘述。

另外一个忧虑是目前出现了明显的生产率增长减速的现象。有些学者注意到，过去几年里全要素生产率的增长速度似乎降低了，由此引起了对中长期趋势的进一步担心。我们承认，从新世纪开始以来，生产率的增速确实有所放缓——但是在长期里并没有这样的趋势。

为什么呢？因为我们认为目前的生产率增长放缓主要是由两个周期性因素导致的。第一，从图 136 里可以清晰地发现，中国的投资率的波动非常剧烈，会随着经济周期出现大幅度的震荡。请注意，中国经济的波动行为特别明显，当经济过热的时候，投资的增长速度会远远超过 GDP，此时，生产率的贡献就会变得很小，甚至出现负数。相反，在随后的调整时期，新资本的投入减弱，设备利用率提高，全要素生产率的增长就会加强。2002 ~ 2004 年正好是过热时期，因此生产率增长速度低于以前的年份并不值得惊讶。

第二个周期性的因素是对 GDP 增长速度的测量。我们已经介绍过，过去 25

年的增长率被过分夸大了，此外我们还发现，官方的GDP统计数据总是低估了周期性的波动幅度。例如在1996～1999年，官方公布的平均真实增长速度为7.5%，但我们自己的估计显示，实际增长率要低得多，在1998年大约只有2%～4%，不过在经济高涨的时期，例如2003年，我们的估计又比官方公布的数字高出不少，达到了12%。如果采用我们自己对GDP的增长率的估算，再与全要素生产率的增长率进行比较，那么最近几年的数据并不显得特别低。

最后一个、也是最有趣的一个让观察家和投资人挂念的担心，我们称其为“即将丧失比较优势的危机”。其具体含义是，在过去20年，中国主要受益于低端的劳动力密集型制造业，动员了大量的缺乏技术的人工，而且一直保持了非常低的成本。但我们已经看到，剩余劳动力正在萎缩——虽然还不至于造成全面的短缺，但肯定已足以推动工资和成本的上涨。对于低端产业的约束已开始显现，在未来几年，中国不可避免地要开始放弃它在纺织品、玩具和家用电器方面的市场份额，被印度和越南取而代之。

或者说，中国大陆突然之间会发现，自己正面临以前从未遇到过的新挑战：在“产业附加价值链”上向中端的电子产业、甚至更高端的高技术和资本密集型产业过渡，更不用说还有研究、开发和信息技术等知识经济了。这种过渡要求它拥有技术、人才、高等教育以及更好的法律体系、知识产权保护体系等……在所有这些领域，中国都要面临严峻的挑战。要翻越这个拐点将出乎意料的艰难。

在理论上，我们同意这样的看法，并且在下一节里，我们会看到这些因素将在中长期里使中国的出口增长速度降低。然而，亚洲众多经济体的实践经验表明，这样的不可避免的转轨将是个长期的过程，中国可以有充分的时间应对。请参看如下的图143和图144。

图143显示的是中国大陆分产业的净贸易余额，或者说，这是中国在国际上的贸易分工地位随时间的变化。它所反映的事实正如大家所预期的那样：中国大陆目前是（非电子产品的）轻工制造业的大净出口国、资本密集型的机械设备的大净进口国，以及越来越大的原材料的净进口国。另外，尽管电子产品出口的增长势头强劲，但总的来说，在电子产品方面它还是个规模比较小的净出口国。

现在再看图144，它显示的是过去40年里韩国和台湾的同样的贸易产业分工构成。感觉似曾相识，对吗？的确，这两个经济体在历史上与如今的中国大陆几乎完全一致。实际上，今天的大陆经济与1975年左右的亚洲四小龙再相似不过了。关键的问题是，韩国和台湾花费了大约10年的时间，轻工产品的出口才完全下滑，被电子工业取代，又花费了25年左右的时间，它们才成为资本密集型产品的净出口国。不消说，中国大陆今天所面临的翻越拐点的挑战在20世纪70年代



的韩国和台湾同样也曾提出来过，但直到90年代，这两个经济体都成功地保持了强劲的全要素生产率的进步。中国在未来为什么就不能呢？

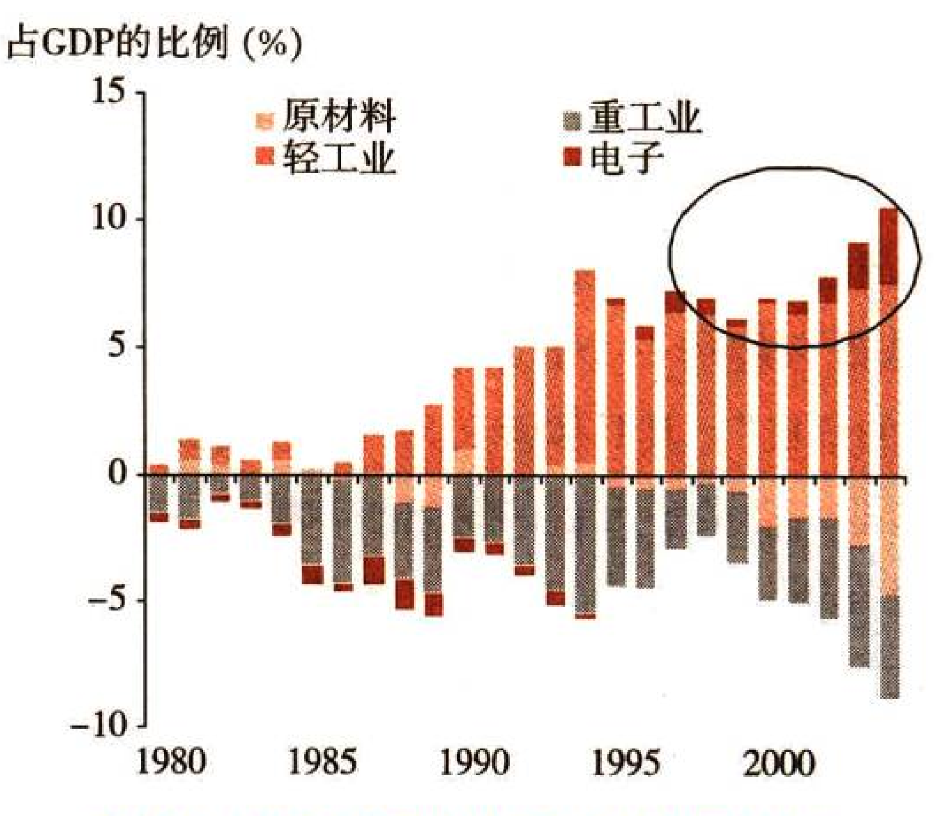


图143　中国大陆进出口贸易净值的部门结构

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

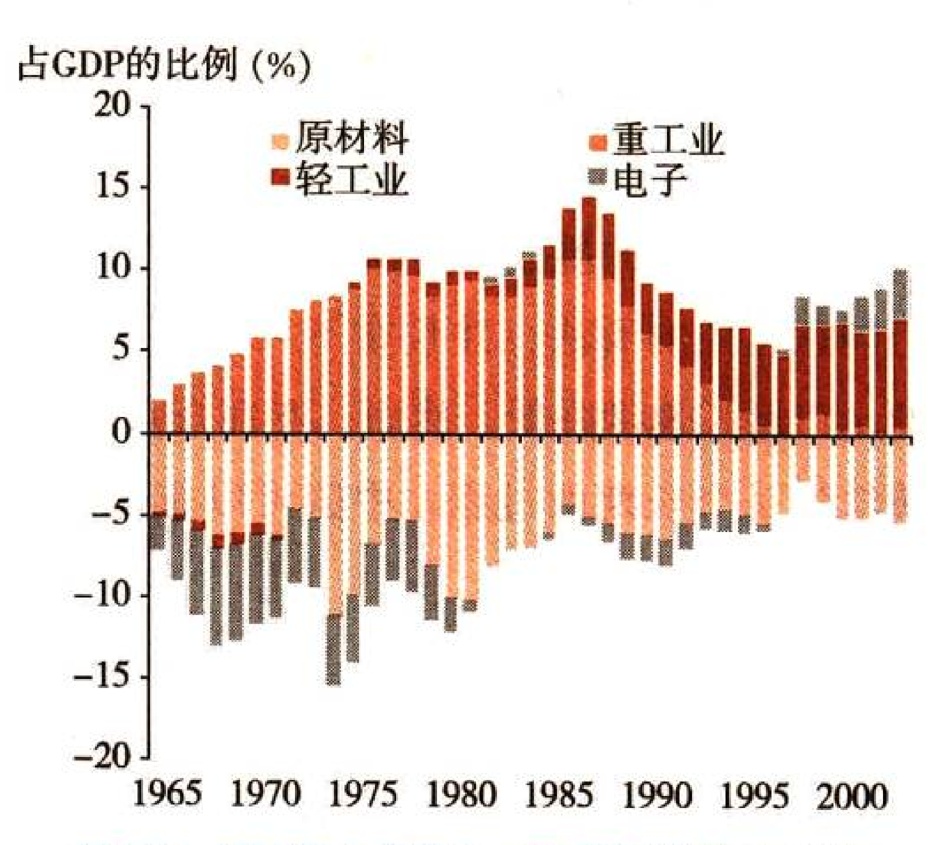


图144　韩国和台湾进出口贸易净值的部门结构

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

中期增长的动力——需求方面

在上一节里，我们进行了供给方面的讨论，现在转入需求开支方面。有生产性的投入当然是大好事，但最终还必须有人来为生产出来的越来越多的产品和服

务买单才行。

在以下的讨论中，我们将逐一分析总需求的各个部分：消费、投资和出口。我们还将回答投资者们最常见的一些问题：中国是个出口导向型经济体吗？政府是否应该更多地推动消费引导型的增长模式？新的投资需求来自何方？

我们的主要发现是，目前已经存在的需求增长的动力将持续下去，就是说，没有出现迅速下降或者崩溃的理由。然而，与供给方面的分析一样，我们将看到在长期里出现减速的趋势，特别是出口增长率的放缓。

请注意，本文并不是微观的产业报告，所以我们不会具体分析个别的产业部门，主要的例外是房地产行业——它的影响太大，不容忽略——以及关于城市化和中产阶级崛起的影响。

准备工作

在转入具体讨论之前，有必要回顾一下过去20年来中国宏观经济中的总支出结构：图145反映了真实GDP增长率的支出结构（请注意，这里采用的数据是我们自己的估计，增长率的数字与官方公布的真实增长率存在相当大的差异，官方的数据主要是根据生产法的GDP计算方法得到的）。

在这个图中有三个值得注意的地方，首先，消费比投资稳定得多。家庭消费的变化趋势基本上与经济周期同步，但只为每年的增长贡献3~5个百分点。投资的波动则大得多，在周期性的过热时期可以贡献10个百分点，在萧条的年份则可以完全消失。

其次，尽管中国以政府开支规模大而出名，但正式的政府支出对于整个增长的贡献却只占很小的部分。在过去20年里，财政预算的增加只为年增长率贡献了1个百分点左右，与日本、韩国、新加坡和台湾等经济体在1960~1990年的情况几乎一样，在下面，我们还会专门探讨其中的原因。

第三，在图中，投资的部分与消费的比例大得出奇。投资对年度增长的平均贡献达到了3.6个百分点，几乎与消费的贡献相当——然而在日本、韩国、新加坡和台湾的高增长时期，投资对经济增长的贡献平均来说只有2.7个百分点，而消费的贡献则达到了4.3个百分点。

由此看来，中国大陆似乎还是一个长期存在过度投资的经济。然而，我们认为这又是因为投资率被高估所导致的假象，如果我们给GDP的历史数据增加20%，主要代表服务业的消费的增加，那么平均的投资和消费对增长的贡献将与上述的四个亚洲经济体大致相当。

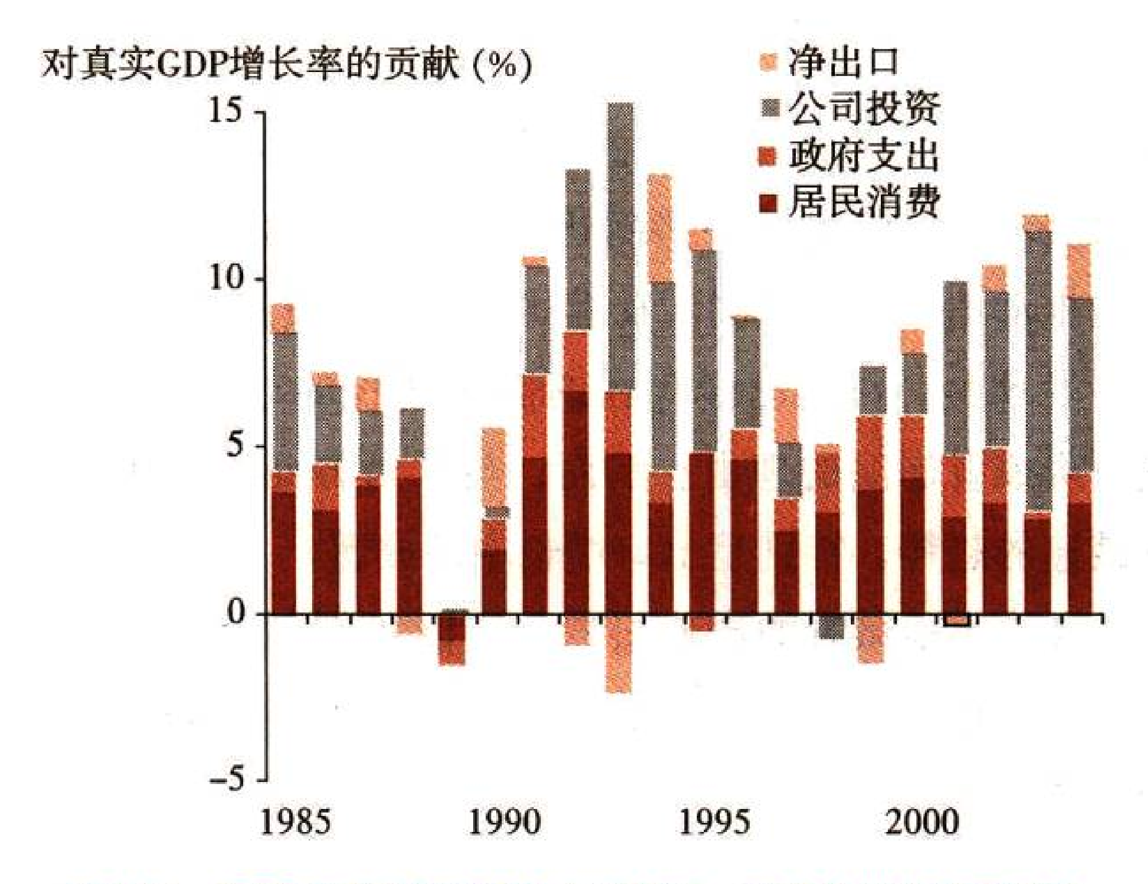


图 145　中国宏观经济增长的支出结构：消费比投资稳定得多

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

消费

下面进入对总需求各个部分的具体分析，首先是消费，居民家庭的开支始终是中国经济增长中最强劲和最稳定的驱动力。

好的消息是，并没有任何理由会导致消费者的收入以及消费开支出现下降。即使在投资需求大幅度下跌的年份，居民家庭的开支也保持着旺盛的势头，而且我们认为，短期内不会发生类似于20世纪80年代末期或90年代中期那样的萧条。还有，我们已经在第四章中指出，过去几年里出现了一个最令人激动的趋势，那就是农民的收入和农村转移劳动力的工资开始提升——而且我们预计这个趋势还将继续，原因是土地供求形势的变化趋势以及30岁以下的人口规模的缩减。

食品和其他商品价格的上涨有可能损害城市消费者的利益，但总体来说，随着金融市场的发展以及城市居民更多地进入中产阶级的行列，他们的收入增长机会足以抵消价格上涨的压力。中国的总体居民储蓄率处在亚洲最高的行列（当然也是全世界最高的之一），因此大陆消费者有着很大的举债空间。

从某种意义上说，这同时也是坏的消息，因为消费者已经在更多地利用借贷来增加消费了。所以，那种认为中国的国内需求发育不足，迫切需要创造“消费者导向型”增长模式的说法其实并不准确。实际上，大陆的住房贷款已经处在快速增长中，信用卡借贷消费也即将进入高潮。未来当然还有加速发展的空间，但如果仔细审视居民家庭的预算表，我们会发现，并不会发生真正的“消费革命”。

首先请看图146，它显示了总消费占GDP的比例。在过去20年里，居民家庭的消费比例似乎在持续下降，总共下跌了10个百分点左右。但这种下跌与我们先

前讨论过的对消费以及整个 GDP 的统计低估无关（除非你认为低估的程度会随着时间而加剧……假定如此，那么官方公布的真实 GDP 增长速度就太低了，这不太可能）。从表面上看，总消费所占比例下降的现象应该可以支持“中国的国内消费发育不足”的论断。

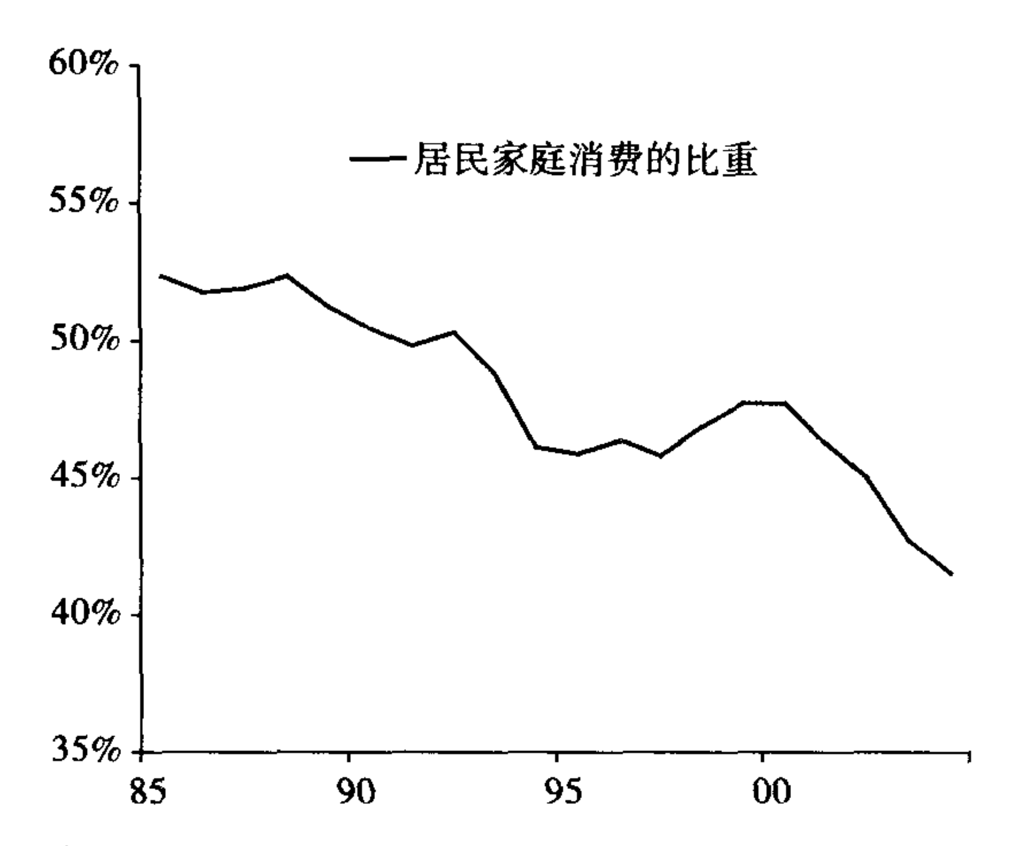


图 146　居民家庭消费与 GDP 的比例不断下降，1985 ~2005 年——又一个统计数字制造的假象

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

但是请注意，以上的数据并没有包括过去几年里中国最繁荣的一个产业部门：房地产业，而这个产业的发展最终是靠居民家庭的支出来支撑的。一旦我们把住房投资的数据加进去，就会发现，居民家庭的全部开支占整个经济的比重并没有下降（参见图 147）。

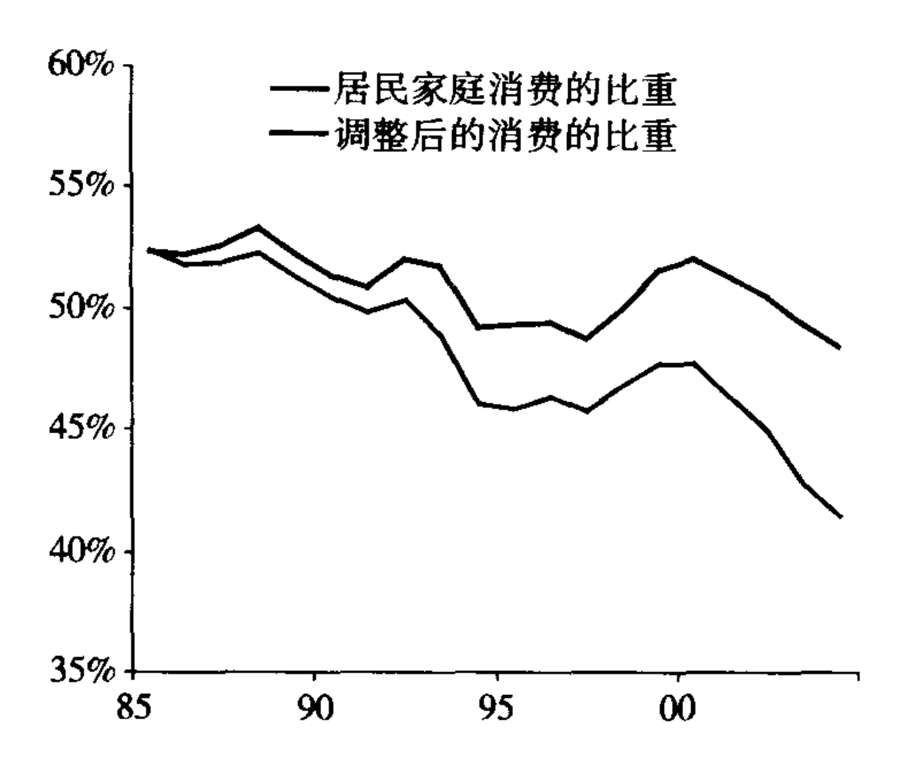


图 147　加上住房投资以后的居民家庭消费与 GDP 的比例——基本恢复正常

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

还请关注图 148，它显示了居民家庭的总负债和净金融资产的余额。在过去几年，消费者的负债在以相当高的速度增长，每年的增长速度相当于 GDP 的 3%。

这样的结果是，尽管中国有着很高的居民储蓄率，但居民的净金融资产余额与GDP的比重自1998年以来并没有增加。当然，这也反映出他们的实物资产（主要是住房）的增加，但是在总体上，它表明消费者信贷已经处在快速发展中了。

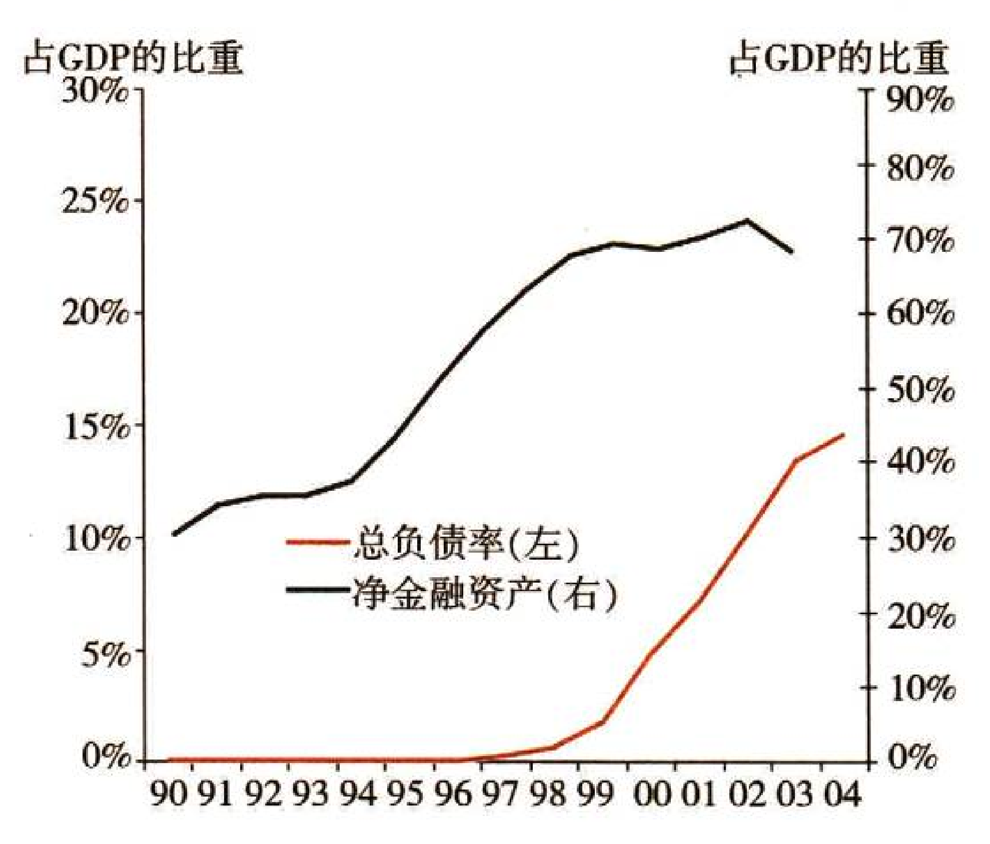


图148　居民家庭的资产和负债——消费信贷已经起飞

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

如果把中国大陆的总消费信贷与本地区其他国家进行比较，那我们可以看到，在15年以前，中国的居民负债水平似乎比较落后。但是今天，在人均收入1 500美元左右的水平上，它已经超过了亚洲地区的正常水平（参见图149）。中国居民的住房投资大约占到GDP的7%，明显超过了亚洲的平均值——与日本和韩国在住房建设高峰期的数据已非常接近（参见图150）。

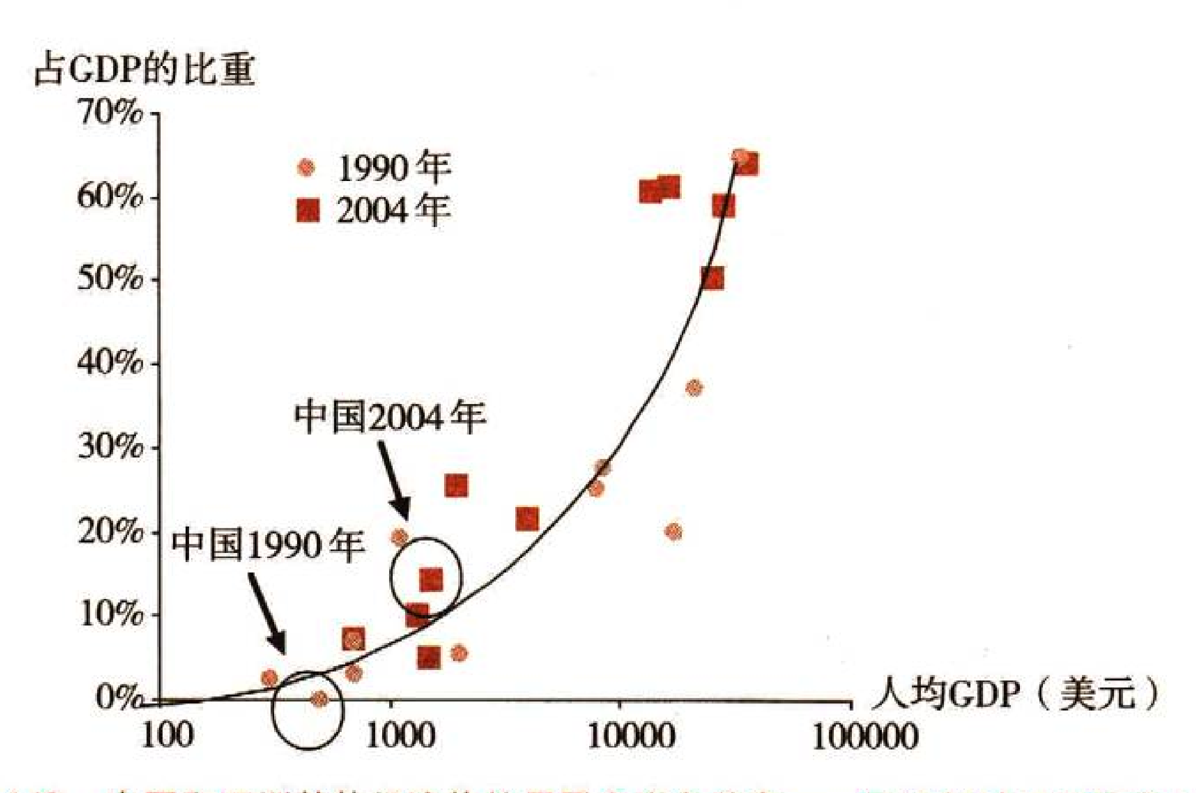


图149　中国和亚洲其他经济体的居民家庭负债率——已经超过亚洲正常水平

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

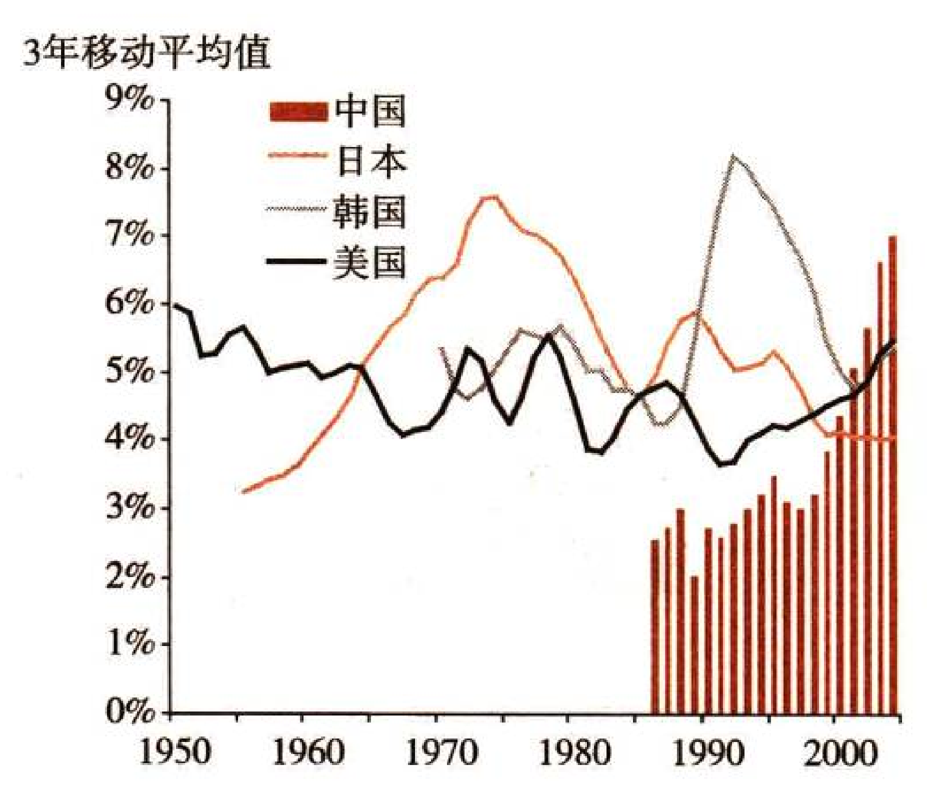


图 150 各国住房投资与 GDP 的比例——接近日本和韩国的历史高峰

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

这又一次说明，尽管中国大陆的居民无疑将继续增加借债消费，但不太可能出现急剧加速的趋势。其结论是，中国的消费者已经在对经济增长发挥了很重要的促进作用了，从以上的讨论中可以发现，要让他们贡献更多的份额其实并不轻松。

那么，未来的消费支出的组成结构会有什么样的变化吗？当然，支出结构将逐渐向着更昂贵、更高质量的商品倾斜，与城市化的进程（参见图 151）以及中产阶级的扩张（参见以下的附录）保持同步。但这里的关键词是“逐渐”，请注意，所谓城市人口的快速增加，主要是根据人们的“定义”来判断的，也就是随着城市区域的扩张，以前的小镇和村庄将被合并进来。这个过程的确会带来城市



图 151 中国的城市化进程

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

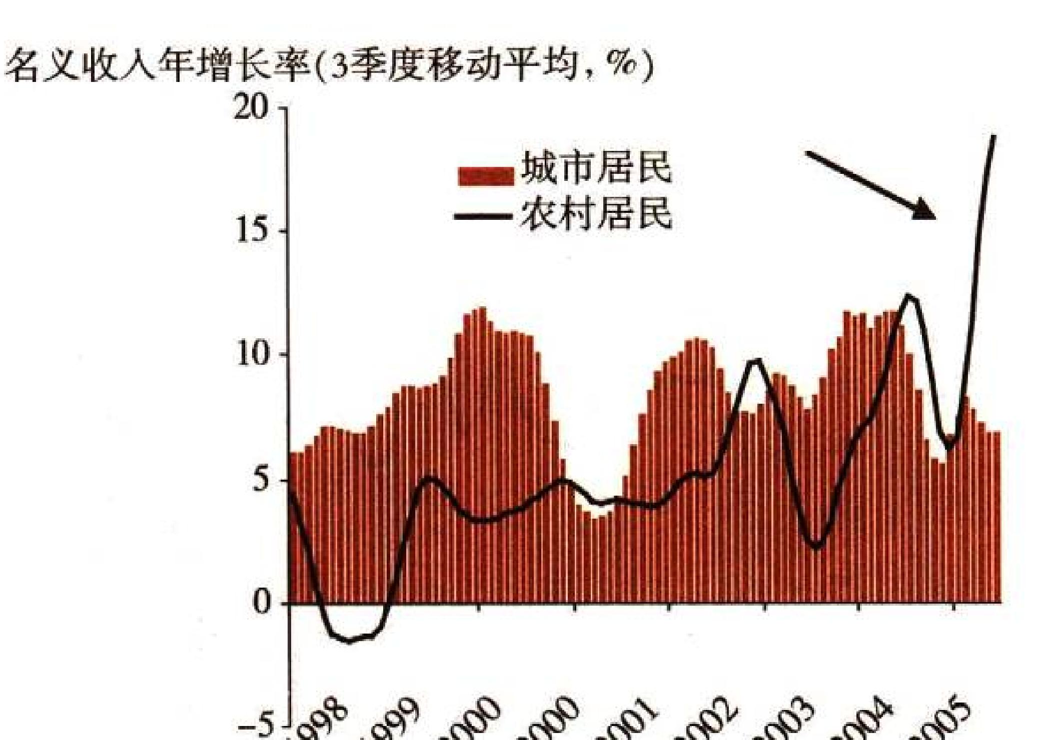


图 152　城市居民与农民的收入增长速度

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

居民的增加、郊区房地产的开发、更好的道路和更繁荣的商业区，但是它不会给新进入城市的人们的收入带来爆发式的增长。同时，今天收入增长最快的群体也并非城市居民，而是农民和农村出来的移民，他们大多倾向于购买比较低端的产品（参见图 152）。所以，尽管从高收入人群那里，奢侈品与名牌商品的消费将获得巨大增长，但是对总体经济增长而言，更大的贡献依旧是来自中档的消费品以及必需品。

附录：关于中国的“中产阶级”

有关中国的消费增长的一个主要话题是，新兴的“中产阶级”到底有多大的规模？他们的购买力如何？增长速度会有多快？

不幸的是，各种估计彼此相去甚远。有的研究者认为，中产阶级的总人数只有 3 000 万，相当于总人口的 2% 多一点，而有的人却宣称有 3 亿人，接近总人口的 25% 。

孰是孰非？我们也没有确切的答案。中国人的工资和收入数据很不翔实，富有的阶层尤其如此。但我们能给出一个大体的测算，认为中产阶级的人数超过 5 000 万人，比最乐观的估计低很多，却也明显高出最低的估计。

我们的测算方法如下。首要的一个问题是，中产阶级的定义是什么？这很重要，因为国际上还没有一个普遍接受的标准。然而，大多数能认可的一个界限是，中产阶级的人士有能力购车购房，我们就把这样的定义作为出发点。

在中国的大城市里，质量比较好的住房的价格可能在每平方米 7 000 ~ 8 000 元之间，按照 85 平方米计算，总额大约为 60 万元人民币，或者 8 万美元。如果按照 20 年的按揭计算，利率为 5.5%（为了简化起见，假定没有首付款），那么每年

的购房开支约为5 000美元。此外，购买一部价值1万美元的汽车，5年分期付款，则需要每年另外支付2 000美元。

简单地说，消费者以上的开支不能超过其年可支配收入的40%，那么整个家庭的税后收入至少为每年17 500美元，对一个三口之家而言，人均收入为6 000美元。

那么，我们的“中产阶级”的概念就是人均年收入超过6 000美元，究竟有多少中国人的收入能够达到这一水平？

首先，请注意中产阶级在中国主要是城市居民组成的。本书第四章曾经测算出，农村居民的人均农业附加值只有每年375美元。假定有40%～50%的农村居民参与了非农业的生产活动（专职或兼职），那么农村的人均年收入大概可以提高到700美元。再考虑到中国的GDP有20%左右的低估，以及年轻的农民工在外务工的收入（远高于务农的收入），那么中国农民的人均年收入可能接近900美元。这比人均农业附加值高很多，但显然不会在农村地区创造出很多高收入的家庭。

相反，根据调整后的GDP统计数据，中国的5亿城市居民的人均年收入已经接近3 300美元，与我们所设定的6 000美元的中产阶级标准相差不远了。城市居民中有多大的比例能获得相当于平均收入两倍的年收入呢？根据世界各国收入分配的状况来看，大约是在10%～15%，也就是5 000万～7 500万人（2 000万～3 000万个家庭），这个群体每年的购买力超过3 000亿美元。

出口

在研究出口产业时，我们同样会得到好的和坏的两方面的消息。不利的一面是，尽管中国正在享受非常迅猛的出口增长，年增长率达到25%，但在未来10年，这个速度将不能够持续。

图153显示了20世纪60年代以来日本、韩国、台湾和新加坡等亚洲经济体的出口产业的发展历程。从中可以看到，它们在1960～1980年间都经历了超高速的出口增长期，年均增长率大约为30%（韩国的速度更高，日本偏低），然而从80年代早期开始，它们的出口增长速度都迅速下降，在此后的20年里基本上都低于10%。

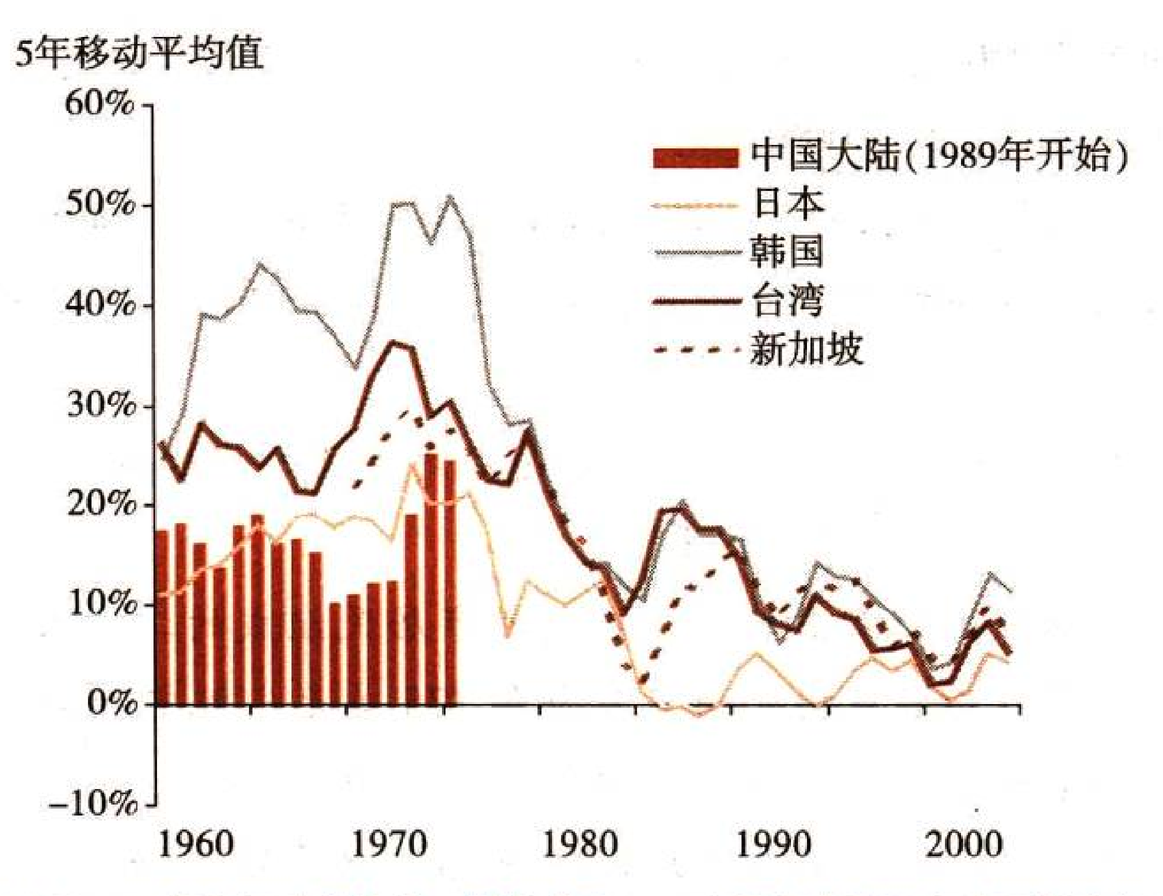


图 153 亚洲各经济体的出口增长速度——中国大陆是否也会逐渐降低?

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

为什么呢？答案原来在上文的图 144 中。20 世纪 80 年代早期，正好是韩国、新加坡和台湾开始把最低端的劳动力密集型制造业转移到东南亚以及中国大陆的时候。当然，它们那时也正在建立电子工业产品的大出口基地。在此前的 20 年里，它们的整个出口产业（以低端的轻工制造业为主）所占的市场份额在迅速增长。不过从那之后，虽然它们在电子工业方面所占有的市场份额在不断增加，但随着轻工制造业的外迁，这部分市场份额却在萎缩，两者相互抵消了。

或者说，四小龙的出口产业的高速增长期到那个时候已经结束。对日本来说，当时的情况也是一样，只不过它在价值创造链上的位置要高出一个档次而已。在 20 世纪 80 年代之前的 20 年里，日本在电子产品制造业取得了无与伦比的成就，可从那以后，亚洲四小龙就逐渐取代了它在这个领域的地位。

现在来做一番回顾，我们在第三章里曾经介绍过，中国大陆正在迅速逼近亚洲四小龙在历史上曾经经历的“拐点”。从图 143 中，我们看到大陆的对外贸易产业构成与韩国和台湾在 20 世纪 70 年代早期非常相似。而且事实表明，中国大陆的电子产品的出口也已经开始迅速增长了——同时在最近几年，最低端的玩具、纺织品和运动产品的出口已出现停滞迹象。从图 154 和图 155 中能够发现类似趋势：与日本之外的亚洲其他经济体相比，大陆在电子产品方面正在加速追赶……而在其他领域的增长速度却在放慢。

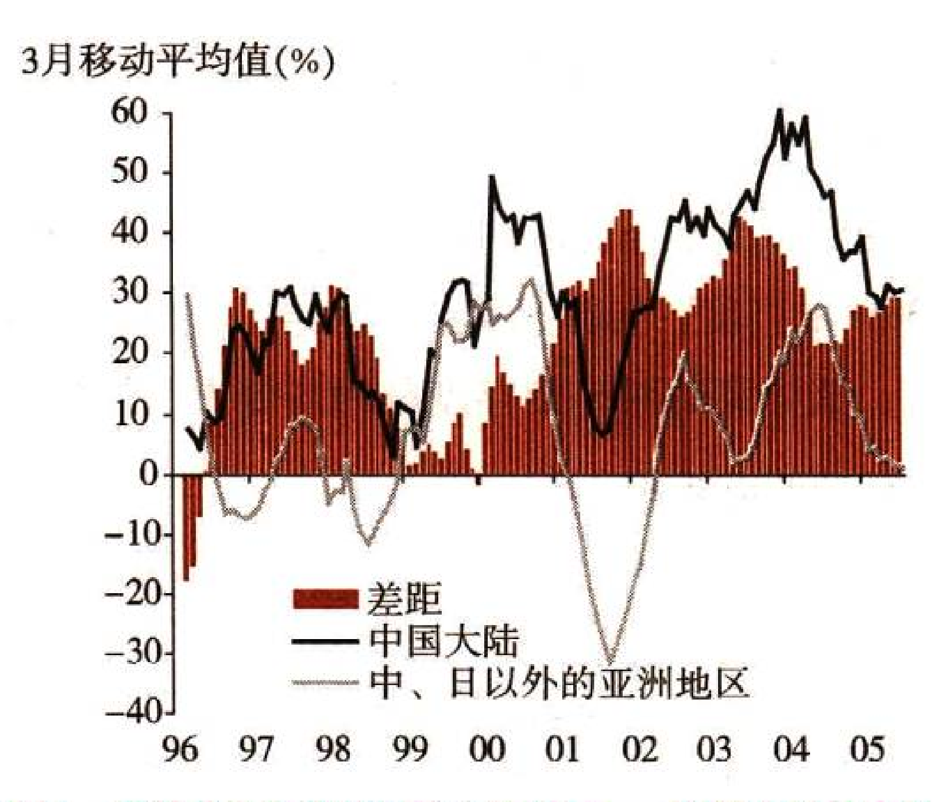


图 154 亚洲各经济体的电子产品出口——中国大陆正在加速

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

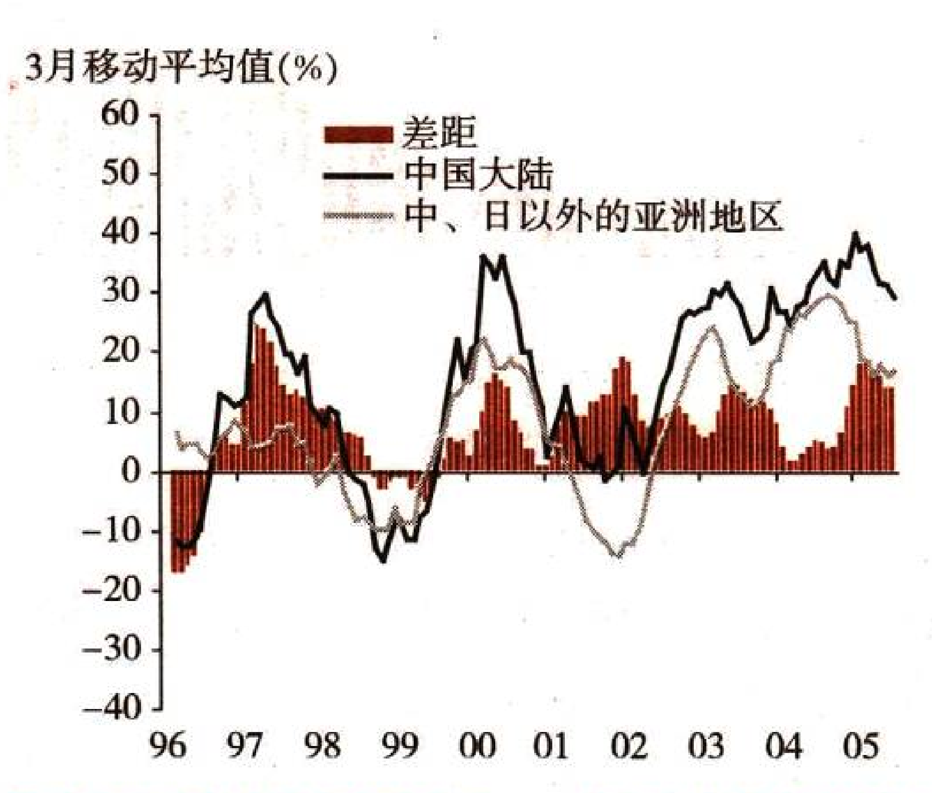


图 155 亚洲各经济体其他产业的出口——中国大陆的速度优势正在削弱

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

今后，低端产品出口的减速将主要受到两个因素的作用。第一是市场占有率的饱和，根据我们的估计，在日本和美国的许多轻工制造品的终端市场上，中国大陆已经占据了 60% ~70% 的份额，随着全球纺织品贸易配额制度的取消，中国在这个领域内的占有率也可望在 2010 年左右达到顶峰。第二，根据以上有关劳动力供给趋势的讨论，农村转移劳动力的工资将出现上涨压力。根据有关的调查，华南地区的新来的农民工的工资每年上涨幅度达到了 10% ~15%，对于电子产品加工等行业来说，这样的压力还不算太大，然而对传统的纺织品和玩具产品厂家而言就非常痛苦了。因此，越来越多的老板们开始考虑把工厂外迁，向越南和印度这样的成本更低的国家转移。

有利的一面是，与亚洲其他经济体相比，出口增长速度的放慢对大陆经济的

影响可能更小。主要原因在于，与人们的普遍看法相反，中国大陆从来就不是一个真正的“出口导向型”经济体。

乍一看，我们的说法似乎不合情理，因为就在2004年，中国大陆的总出口额与GDP的比重达到了38%的高度，与韩国和台湾这样小规模的经济体相当。对于一个庞大的大陆国家而言，这样高的对外依存度是相当令人震惊的（参见图156）。

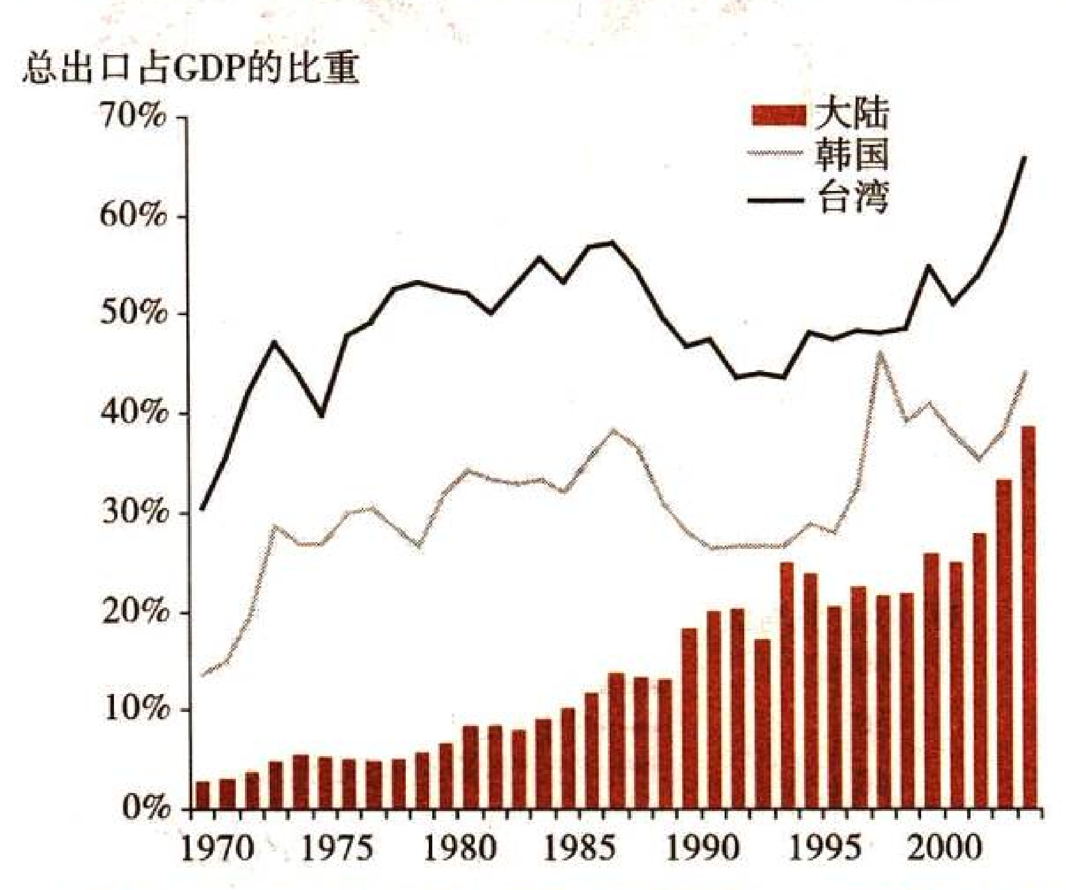
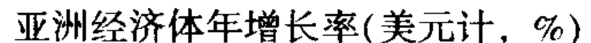


图156 中国大陆真的是“出口导向型”经济体吗？——统计数字掩盖的故事

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

然而，这其实又是统计数字捣的鬼——而且，不完全是因为中国大陆自己的GDP的低估所导致的。从各种数据来看，在韩国和台湾的出口部门中，当地创造的附加价值的比例要高得多，有关研究估计，大约为50%～65%，那里的出口商主要也是高端的、资本密集型的企业。相反，在中国大陆的全部出口额中，国内创造的附加价值的比例据估计只有25%多一点。这表明，中国大陆经济的真实对外依存度可能只有韩国和台湾的1/3～1/4。如果我们计算总出口与工业产品销售额的比重，也会得到类似的结论，中国大陆2004年的数据为22%，而台湾和韩国分别是55%和42%。

此外，还可以从2001年全球IT产业泡沫破灭的影响来测算中国经济对出口的敏感性。在整个亚洲地区，出口增长速度当时都出现了迅速下滑，特别是韩国的出口增长率急跌了30个百分点，台湾更是接近40个百分点，中国大陆的下降幅度也有25个百分点。那么，出口的受挫对整体经济的影响又如何呢？韩国的真实GDP增长率从2000年的8.5%跌倒了2001年的3.8%，台湾则是从5.7%降到-2.2%。然而，中国官方公布的GDP增长率却保持了基本稳定——根据我们自己的估计，大陆经济其实还加速了，从8.6%上调到了9.5%。



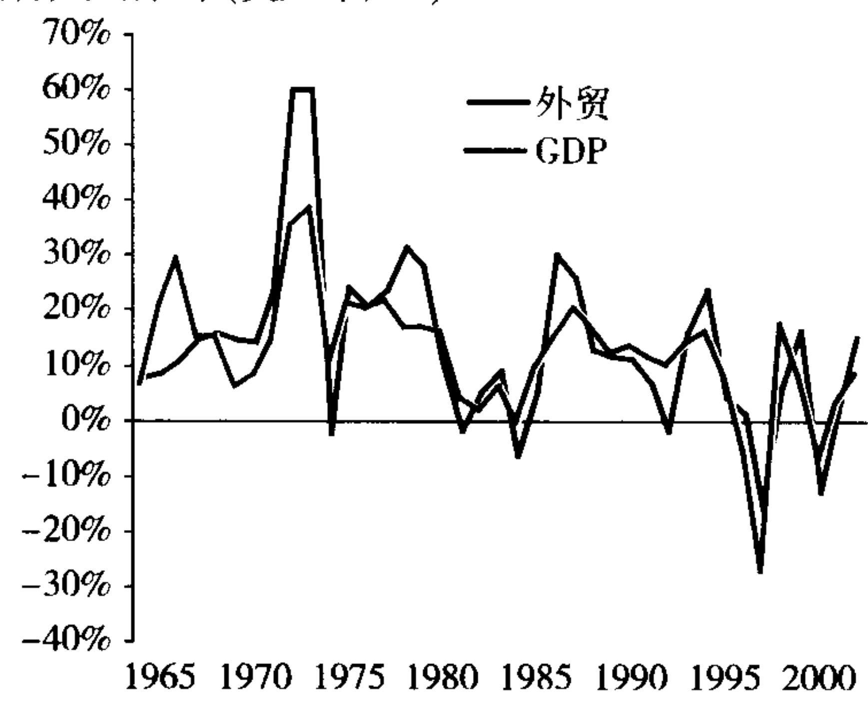


图 157　出口导向型经济体受外贸的影响极大……

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

实际上，如果回顾更长时间的历史数据，我们就会发现中国大陆从一开始就是个以国内市场为主导的经济体。请看图 157，那里介绍了 8 个亚洲出口导向型经济体的 GDP 增长率和外贸增长率的相关关系，这样的图形才是“出口导向型”经济的发展轨迹。相反，中国大陆的经济增长率与外贸的相关关系则要弱的多，类似于美国经济的特征（美国的情况参见图 158）。

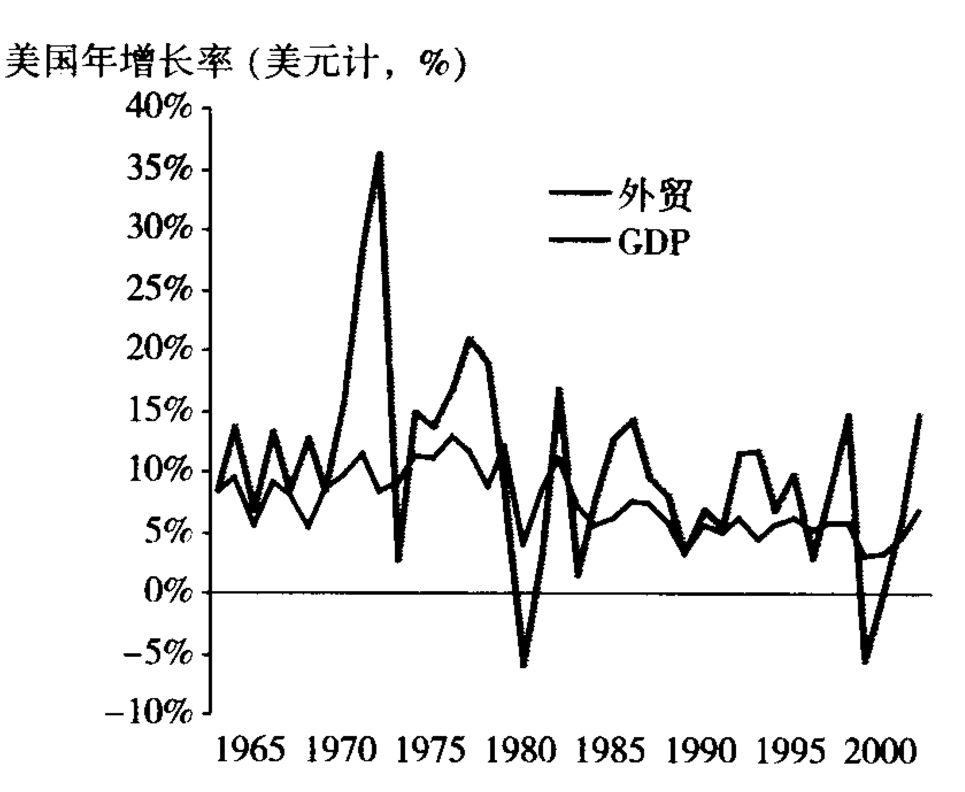


图 158　国内市场主导的经济体受外贸的影响不大……

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

请再看图 159，它显示的就是中国大陆的情况。很显然，中国与美国非常相似……而与邻近的亚洲地区迥然不同。此外，我们还计算了以上各个地区的外贸增长率的标准差对 GDP 增长率的标准差的比值，结果发现，亚洲出口型经济体的比值接近 1，表明外贸与 GDP 的波动几乎一致，而中国和美国的比例都接近于 3（参见图 160）。

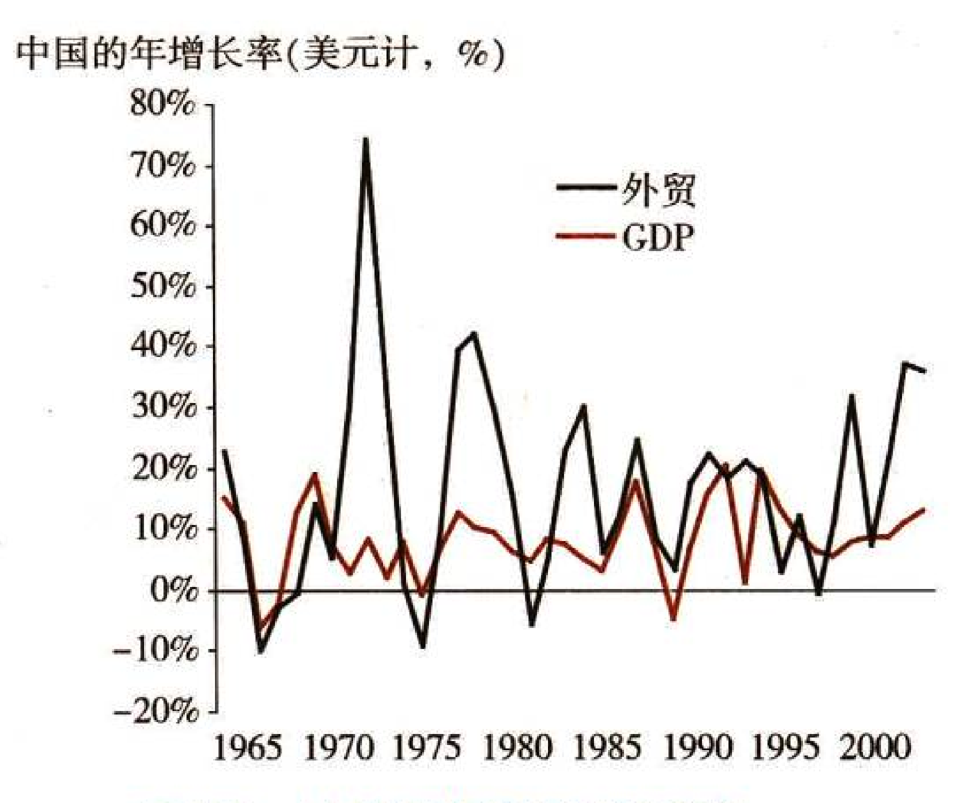


图 159　中国大陆的表现类似于美国……

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

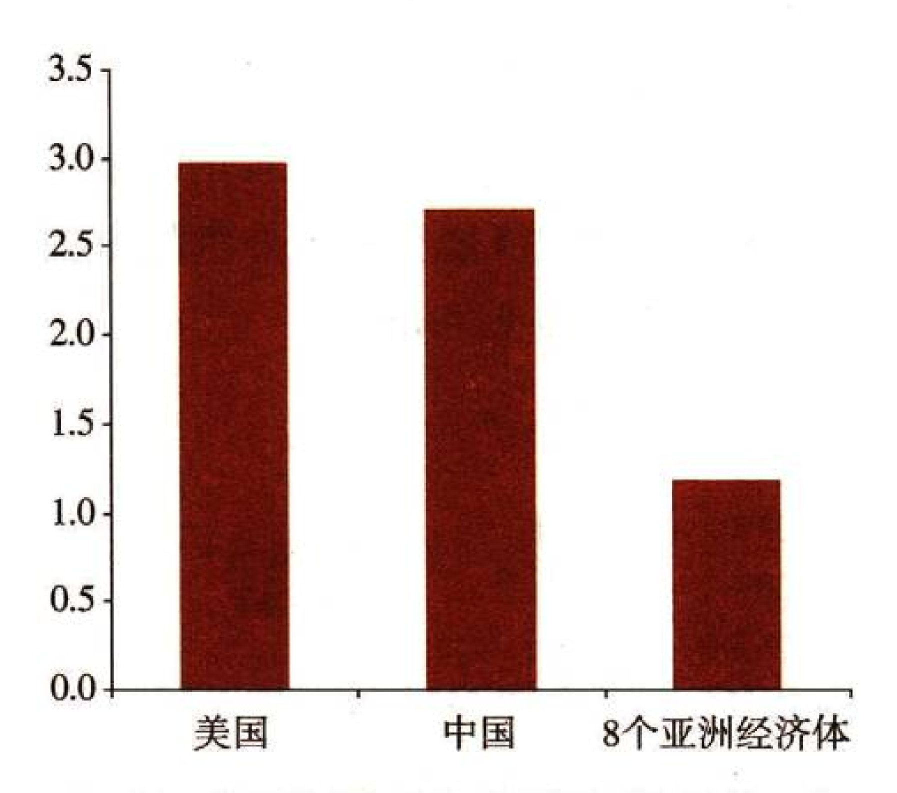


图 160　外贸波动幅度与 GDP 波动幅度的比值

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

这样一来的结论是，中国并不存在从出口型经济向内需拉动型经济转轨的问题，因为从各种情况来看，中国本身就是内需拉动型经济。这表明，出口增长率在未来放缓对大陆的影响要远远小于亚洲四小龙受到的冲击——但同时，与我们之前关于国内消费趋势的分析一致，这也表明中国不会突然出现国内消费拉动引致的“繁荣”。

投资

在以上一节，我们已经从供给的角度讨论过资本投资的问题。需要重申的是，我们认为关于中国长期存在过度投资的观点并不准确，原因在于：（1）投资率可以肯定是被高估了；（2）宏观层面和企业层面的利润率数据都显示，并不存在回报率普遍偏低的情形。在这种背景下，资本投入的增长率可以在中长期保持相对

稳定。

但是，投资将去向哪里？从需求方面来看，是否有足够多的投资项目和产业能吸纳这样多的新增储蓄？

当然可以。首先从投资组成来看，在理论上，我们可以把中国近来的固定资产投资的部门结构与亚洲四小龙在20世纪六七十年代的情况做个对比。可惜的是，这几个经济体都没有留下详细的历史数据。因此，我们采用了日本的数据来进行比较。结果发现，中国的投资结构并不存在很特别的地方——没有明显的过度投资的证据。主要的意外在于，中国在制造业方面的投资占GDP的比例似乎还比日本在20世纪60年代时更小，但在贸易、交通与通讯等服务业方面的投资却更多（参见图161）。

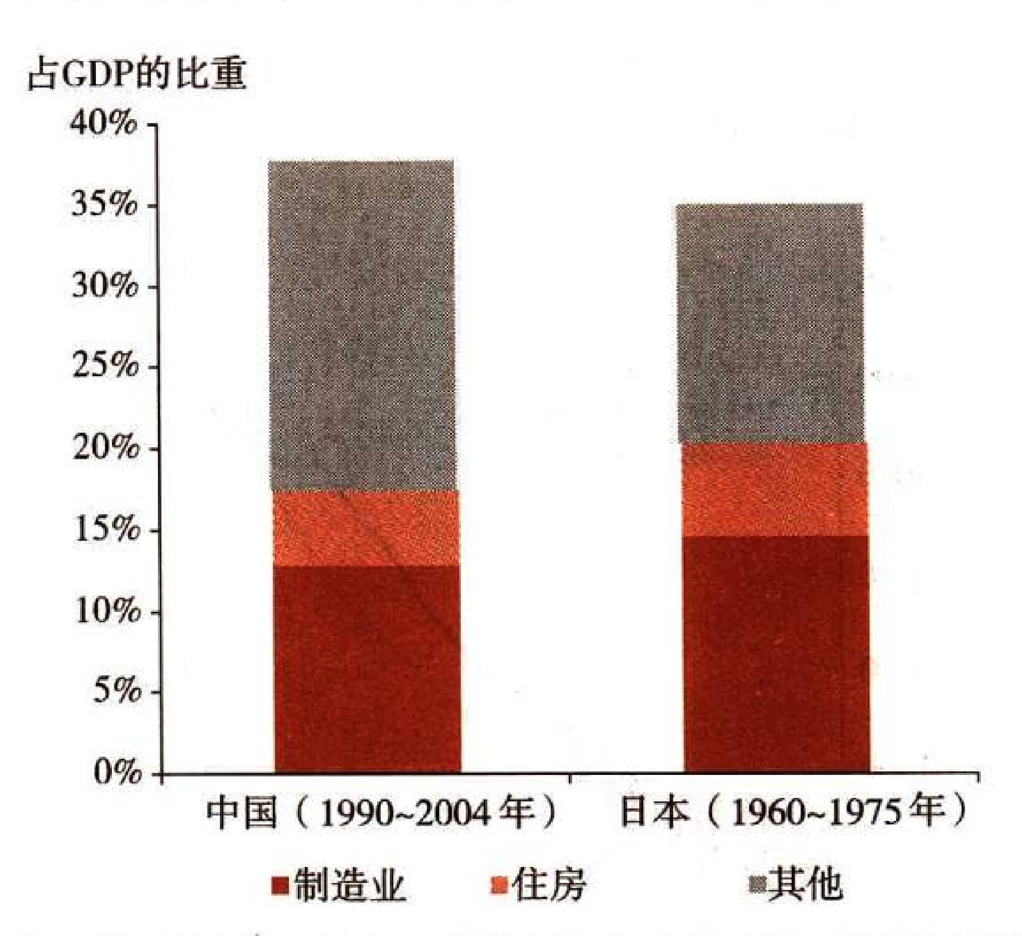


图161　中国在制造业方面的投资比日本在20世纪60年代时要少

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

现在再看经济中主要几个基础产业部门的发展程度。图162和图163显示了日本、韩国和中国在经济起飞阶段的人均钢铁和电力消费的历史数据。

结论可谓一目了然，在这些领域，中国都还存在很大的投资空间。如果日本和韩国的历史经验可以作为中国未来的样本，那么这些领域最主要的消费增长（以及最主要的投资）的高峰还没有到来。我们再看看水泥和汽车工业的情况，结论也大致相当（参见图164和图165）。

因此，即便中国将一直保持极高的储蓄率，亚洲其他国家的历史也清楚地表明，不用过分担心这些储蓄下来的资金是否有宽裕的投资去向。

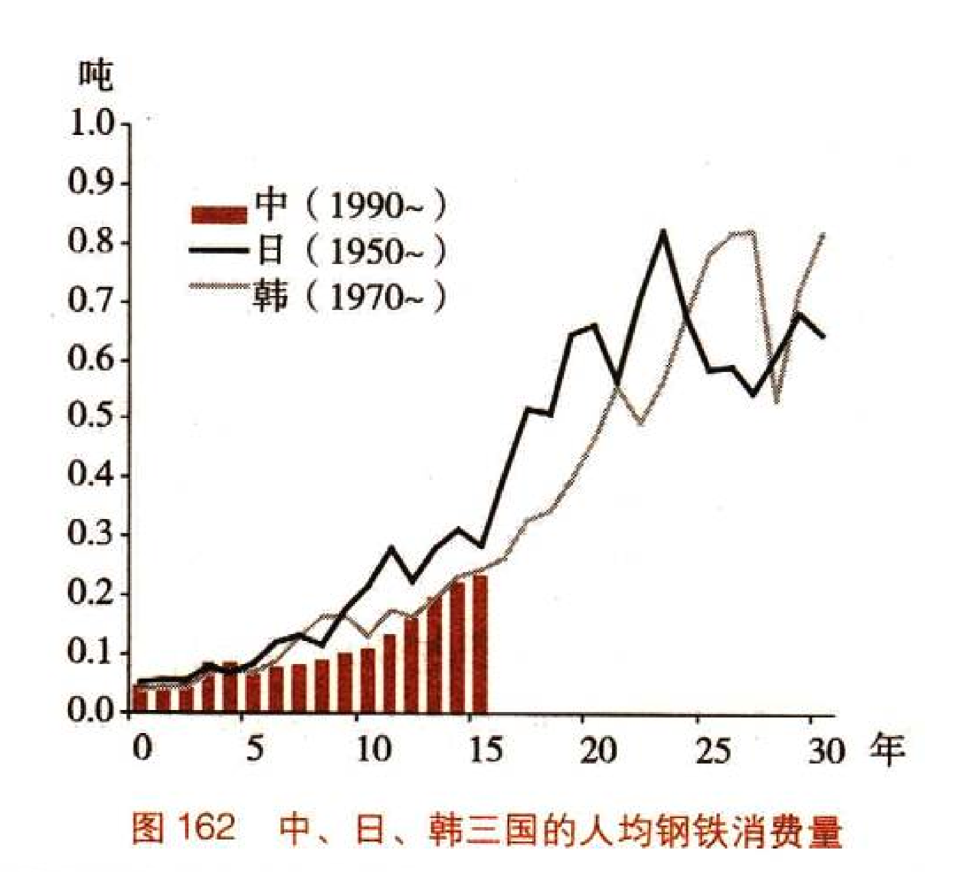


图 162　中、日、韩三国的人均钢铁消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

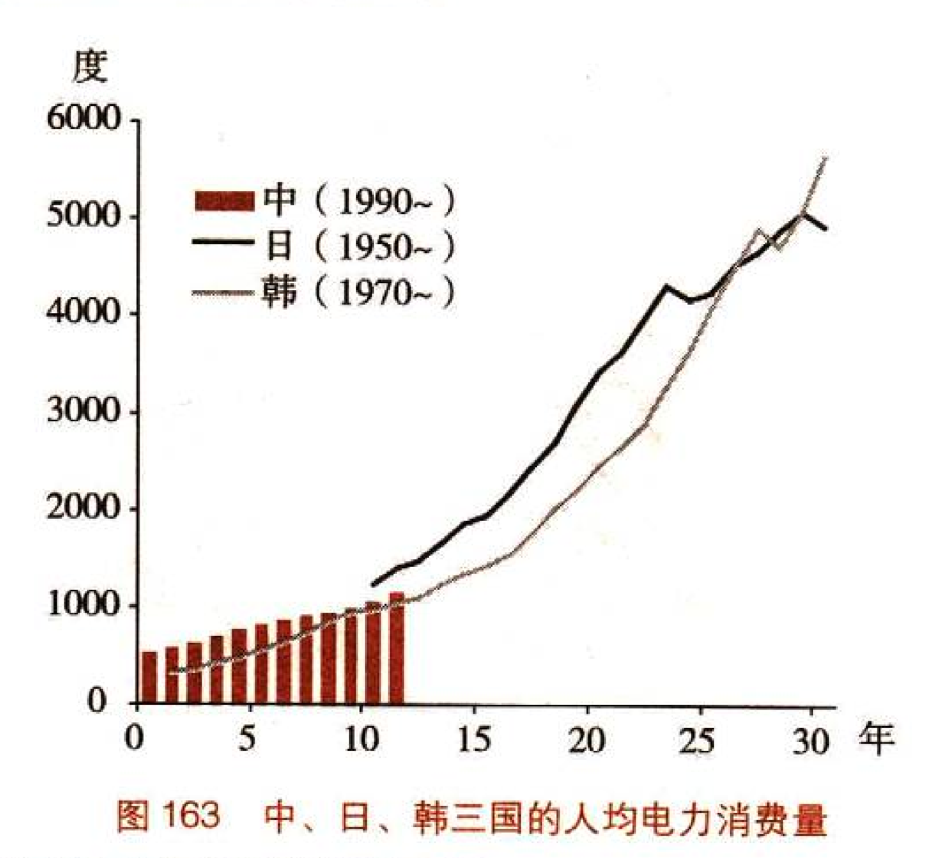


图 163　中、日、韩三国的人均电力消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

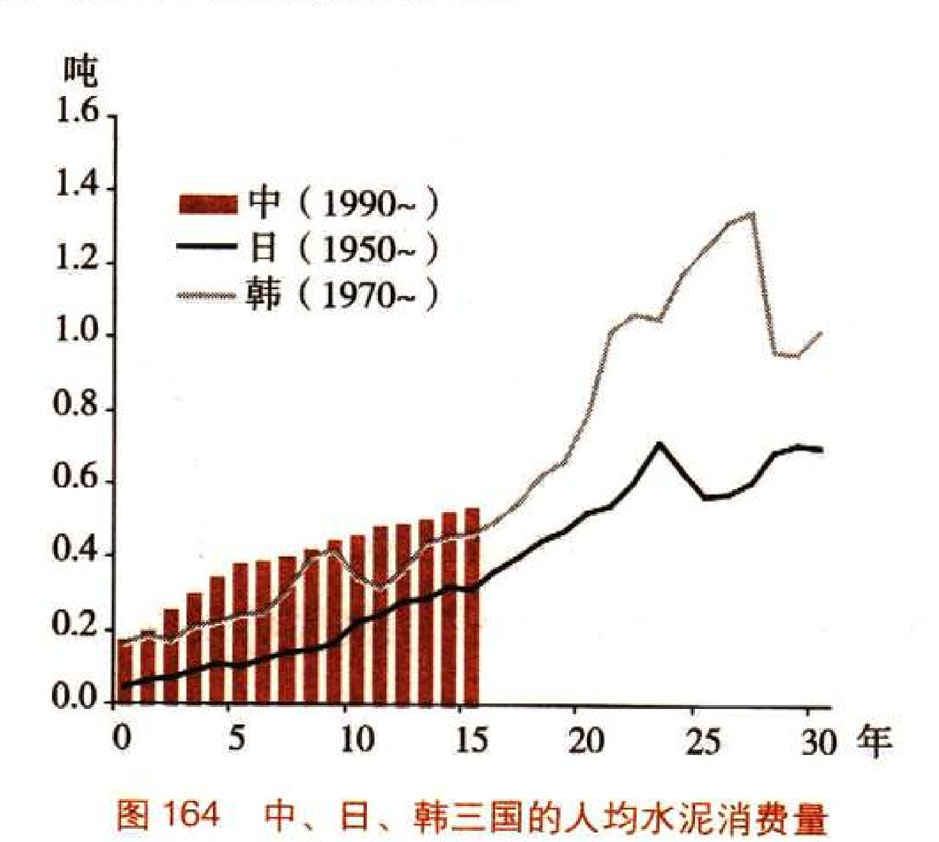


图 164　中、日、韩三国的人均水泥消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

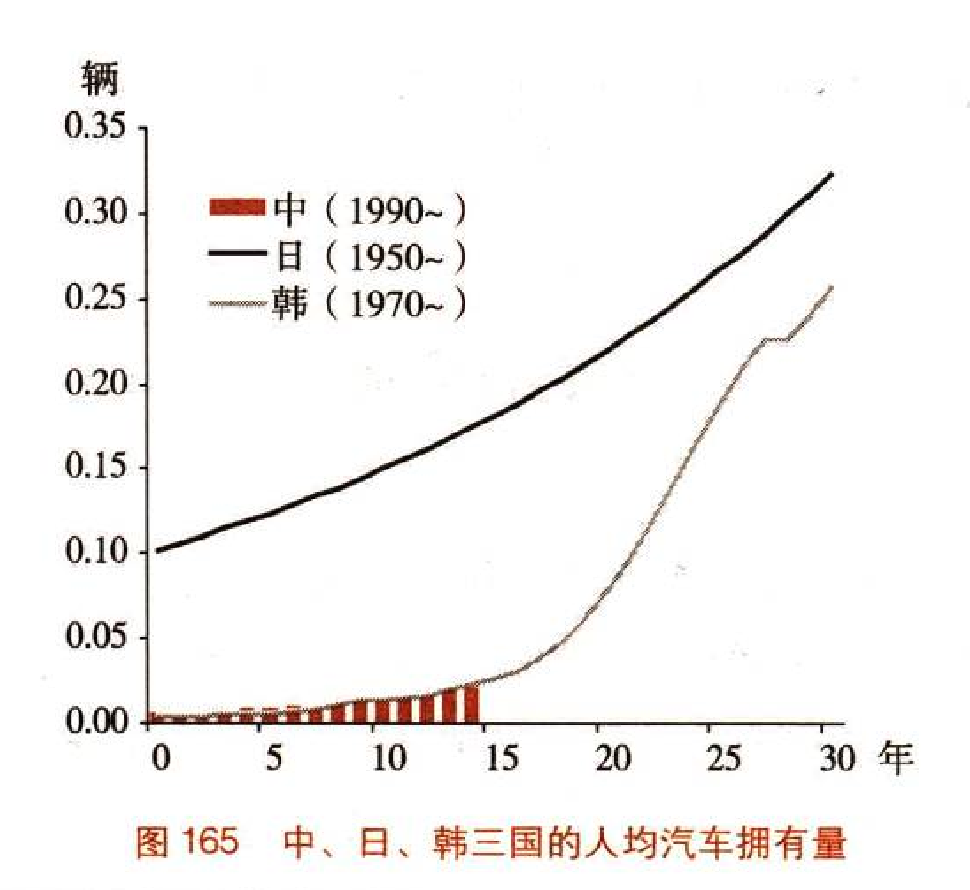


图 165　中、日、韩三国的人均汽车拥有量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

政府支出

从以上的图 145 中，我们已经看到政府开支在经济增长中的作用其实很小，在过去 20 年里大约只贡献着 1 个百分点左右。这看起来似乎很奇怪，特别是我们在第一章里曾经介绍过，国有经济部门贡献了中国 GDP 的 38%。

但是，同样从第一章里我们知道，财政方面的开支其实只占 GDP 的 10% 左右，其余 28% 的贡献来自国有企业。在国民经济核算中，国有企业的资本开支并不属于政府投资（尽管在广义上也可以看作是“公共”部门的投资），而是属于普通的企业投资。一旦考虑到这个因素，财政对于经济增长的直接贡献（同样只接近全部增长率的 1/10）与其在国民经济中所占的份额就大体相当了。

由此产生了如下两个问题，首先，中国是否存在政府从经济中不断撤出的危险？人们一般认为，政府通过直接投资可以有效地带动经济增长，而随着政府不断出售自己在国有企业中的股份，投资需求是否会降低，从而拖累整个经济增长？

我们认为不会，请回顾一下本书第一章得出的结论：尽管政府在经济中所占的总份额还很高，但国有企业的经营行为已经与私营竞争对手非常相似了，在大多数情况下，它们都面临着比较强的预算约束，有着很强的市场导向性。在我们关于企业利润率与生产率增长的讨论中，这个结论也得到了印证。

第二个问题关系到直接的财政开支。随着中国社会的发展，政府是否会承担更多的公共开支责任，提高自己的服务水平，从而带来更高的增长率？

答案同样是否定的。实际上，政府支出的最大规模的扩张已经过去了。在第二章和第四章里我们介绍过，政府财政支出占 GDP 的比例在过去几年已经有了很大的提高，目前已接近发达国家的水准。同时，尽管大陆的财政赤字只有 GDP 的

2%～3%，并不太高，但推行更有扩张性的财政政策的空间也不算太大了。

更多的风险？

在对中长期经济增长进行预测时，潜在的风险因素是不可能忽视的。毕竟，充足的储蓄、强劲的投资和繁荣的消费是实现稳定增长的主要保证——但是许多发展中国家的经验表明，还存在若干难以预见的事件，例如金融危机和政治危机，仍然有可能出现，打断正常的发展进程。所以在这一节里，我们将讨论人们最主要的一些担忧（其中一些已经在之前做过分析）。

宏观经济的剧烈波动

我们的一个持续发现是，尽管在整个周期中，平均的生产率水平并不算低，但由于政府在经济和银行体系中的作用过大，还是使中国成为亚洲经济波动最剧烈的国家。到目前为止，这个弱点还没有对经济的长期发展造成彻底破坏——不过，在历史上中国却曾处于非常危险的境地，在1996～1998年的萧条中，政府被迫关闭了数万家亏损企业，导致数千万员工下岗。

这种危险还会重现吗？理论上是的。但是在实际上，我们认为未来不会再爆发1991～1998年那样剧烈的经济波动，当时的投资泡沫反映了特殊的历史背景：经济环境突然的自由化，同时政府手里还没有掌握有力的调控工具。相比而言，在2002～2003年发生经济过热时，虽说当局依然受到固定利率和人民币汇率的束缚，但是却迅速实行了信贷总规模控制及其他直接调控措施，从而有效平抑了周期波动。其结果是，最近的波动幅度要小得多。

此外，给经济周期推波助澜的一个最主要的因素——政府对银行系统的所有权和实际的控制——正在逐步削弱。我们在第三章里介绍过，政府正在给银行注入上千亿美元的资金，帮助清理坏账，并计划出售部分股权。虽然这并不能在一夜之间解决银行体系的所有问题，但是伴随着银行内部控制和外部监管的有效改善，我们却应该相信，未来的经济波动将会减轻，宏观经济将更加稳定。

银行危机

清理坏账和宏观经济趋向稳定同时也意味着，未来爆发金融危机的可能性会缩小，在第三章里我们已经对此有过详细介绍，其基本结论是，除非出现大规模的资本账户的突然开放或者利率管制的突然自由化，近期内不会爆发系统性的银行危机。

财政压力

许多评论家们担心，中国有着独特的人口结构和巨大的养老金负债，这些都将在未来严重拖累经济增长。我们在第二章里做了全面的回答，结论是，养老金的负担的确是未来需要面对的问题，但资金缺口并非大到无法填充——同时，还有15年左右进行准备的时间。

社会矛盾

社会矛盾的尖锐与政治方面的压力也是财经媒体特别热衷的话题。我们在第四章里对此有过分析，并指出，这些问题在宏观层次上的影响都被过分夸大了。

市场发展的基础设施

有的人特别关心，中国的长期增长是否会受到“软性的”基础设施或制度的制约：司法体系能否保证私人经济的健康成长？企业透明度和治理方面的不足是否将制约增长？

要回答这些疑问，可以从如下两个方面考虑：首先，这些担心并不只是中国才需要面对的，在过去50年里，西方投资者一直在给亚洲其他高速增长的经济体提出同样的问题。那如果回顾这些地区的发展经验，我们就会发现，它们在市场基础设施建设方面的进步相差极其悬殊，从有着非常发达的制度基础的日本、香港和新加坡，到问题还比较多的韩国和台湾，再到基础设施建设还更加初级的马来西亚和泰国。有的经济体更宠爱大型的私人企业，有的更倾向于发挥政府的主导作用。它们都经历过经济泡沫、市场丑闻和企业治理危机——但是所有这些经济体都在30年以上的时间里取得了相对稳定而高速的增长。基本的驱动仍然是上述那些因素：高储蓄率、出口推动和稳定的生产率的提高。

其次，再看看中国自己的历史，我们发现积极的证据远远超过消极的可能。从以前的几章里大家已经看到，大陆名义上还拥有数万家国有企业，但数百万家私营或“非国有”企业（包括改制后的集体企业、乡镇企业和国有企业）已经成长起来，它们对整个经济增长和就业的贡献在过去10年已大大超过了国有企业。许多人特别关心，中国对私人资本实行着所谓金融歧视，这其实是对小企业的歧视。因为在富豪榜中，私营企业主占了压倒性的优势（他们当然都有着便利的银行资源）。同时，大陆还公布，外国直接投资的累计金额已经达到6 000亿美元。我们已经介绍过，这些投资总体上有着不错的回报率，并且仍然在以每年10%左右的速度增长。简而言之，在这样的经济体里，企业透明度和治理方面的问题并没有影响到整个资本投资的健康发展。

资源依赖

最后是关于资源的话题，从20世纪50年代直到90年代后期，中国在燃料、

矿产和农产品等自然资源方面都保持着高度自给自足的状态。但就在过去几年时间里，随着国内生产能力的急剧扩张，原材料的进口数量开始飞涨。一个重要后果是，国际市场上大宗商品的价格随之大幅度攀升，某些产品甚至达到了历史新高。那么，中国对自然资源的依赖程度是否会不断加大，并最终危害到自己的增长速度？

我们的回答是，“或许不会”。的确，在几乎每一种自然资源方面，中国国内的产能增长都已接近极限，这表明进口将来会持续增加——然而，与自己的邻国相比，中国大陆却处在一个相对有利的位置上。请比较一下前文的图 143 和图 144，它们表明在 5 年左右的高速增长之后，大陆的初级产品的净进口额依然只占 GDP 的 4% 左右。相反，韩国和台湾当初在经济起飞阶段的资源依赖度都要高得多，超过了 GDP 的 5%，并且在 20 世纪 70 年代后期达到了 10% 的水平。日本的情况也大致如此。如果以亚洲其他经济体作为参考，那么对中国而言，讨论自然资源进口可能给增长带来的制约目前为时尚早。

诚然，今天的商品价格要比 20 世纪五六十年代的时候高很多，那是日本的主要增长阶段。但是请看图 166，我们会发现，如果以真实价格水平来计算，今天的原油价格并没有超过 70 年代的最高峰，那可是韩国等亚洲四小龙持续保持高速增长的关键时期。所以，尽管能源和矿产资源的价格会带来消极影响，并不见得必然会给大陆经济的增长制造大麻烦。

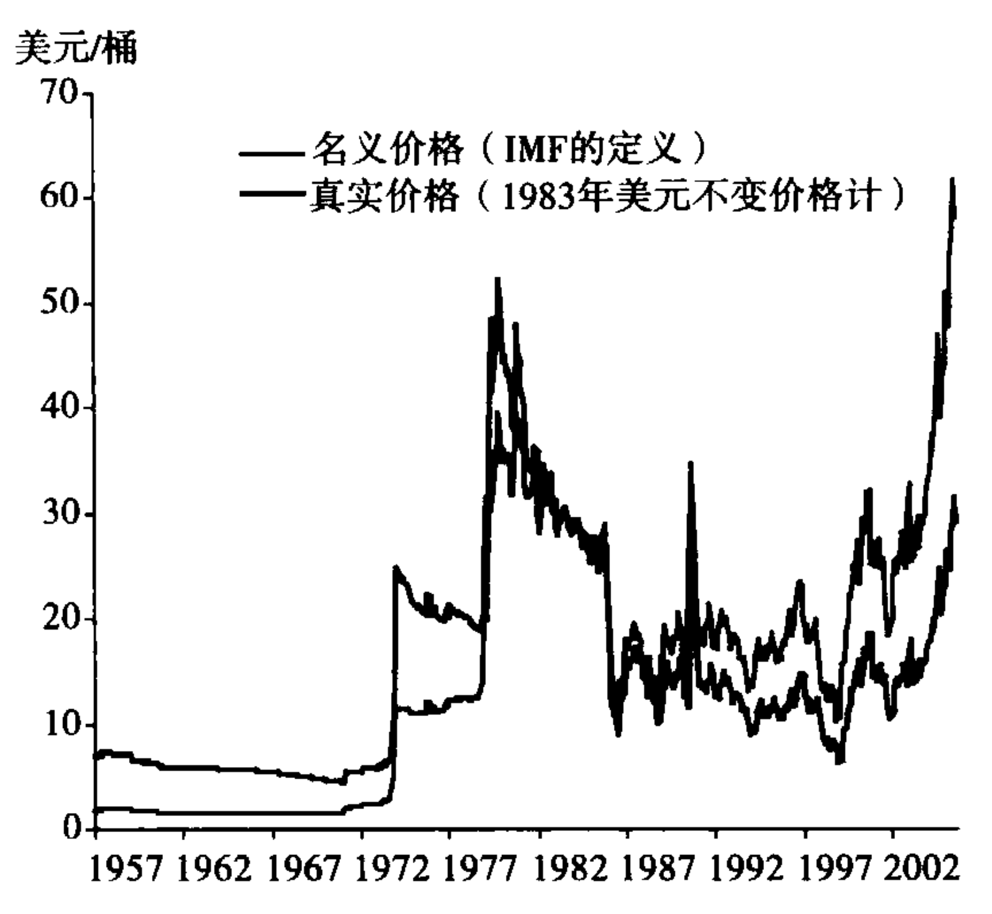


图 166　世界市场上石油的名义价格和真实价格：并没有超越历史最高峰

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

中国经济的中长期增长前景

最后，我们将总结以上的分析，对中国经济的中长期增长前景提供一个具体的、数字化的预测。下面的图 167、图 168 和图 169 反映了未来 15 年增长前景的三种可能，它们都满足如下一些基本假设：

- 劳动力总量将在下个 10 年达到顶峰，然后开始下降。
- 中国将逐渐丧失在低端制造业方面的市场，出口增长速度将放慢。
- 储蓄率继续保持在过去 10 年的平均水平。
- 不发生灾难性的重大事件。
- 到 2020 年前，真实汇率水平会逐渐升值。

在“基本预测图景”下，我们假定，全要素生产率保持高速增长，维持在 1978～2004 年的水平，真实 GDP 增长率到 2020 年以前逐渐降低到 7.0% 左右（或者说，2020 年之前的 5 年的平均值为 7.5%），再假定真实汇率在未来 15 年升值 20%。那么到 2020 年，中国的 GDP 总量将达到 5.7 万亿美元，人均收入达到 4 000 美元（参见图 167）。

	2001～2005 年	2006～2010 年	2011～2015 年	2016～2020 年
年均真实增长率				
GDP（根据瑞银证券的定义）	10.8%	8.5%	8.0%	7.5%
消费	7.2%	8.8%	8.3%	7.7%
固定投资	13.5%	8.0%	7.7%	7.2%
出口	22.6%	18.0%	13.0%	12.0%
进口	21.4%	19.2%	13.0%	12.0%
劳动力	1.4%	0.7%	0.0%	-0.1%
以美元计算的平均水平				
GDP	14 630 亿	23 710 亿	37 260 亿	57 480 亿
人均 GDP	1 106	1 737	2 657	4 021
消费支出*	7 900 亿	12 800 亿	20 490 亿	32 190 亿

图 167　对中国经济增长的中长期预测——基本图景

* 包括政府消费。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在“高增长图景”下，我们假定，全要素生产率有更大的提高、出口需求增

长更快，并有更大幅度的货币升值（到2020年升值25%）。这样，到2020年，真实GDP增长率还将保持在8.0%，GDP总量将达到6.6万亿美元，人均收入4 700美元（参见图168）。

	2001～2005年	2006～2010年	2011～2015年	2016～2020年
年均真实增长率				
GDP（根据瑞银证券的定义）	10.8%	9.0%	8.7%	8.5%
消费	7.2%	9.1%	9.0%	8.7%
固定投资	13.5%	8.7%	8.5%	8.3%
出口	22.6%	18.0%	17.0%	15.0%
进口	21.4%	19.2%	17.0%	15.0%
劳动力	1.4%	0.7%	0.0%	-0.1%
以美元计算的平均水平				
GDP	14 630亿	24 910亿	30 500亿	66 610亿
人均GDP	1 106	1 825	2 888	4 660
消费支出*	7 900亿	13 450亿	22 270亿	37 300亿

图168　对中国经济增长的中长期预测——高增长图景

*包括政府消费。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在“低增长图景”下，相反，我们假定全要素生产率增长更慢，外贸环境更为不友好，人民币升值幅度更小。那么真实GDP的增长率将降到6.0%左右，到2020年，GDP总量将为4.9万亿美元，人均收入为3 400美元（参见图169）。

	2001～2005年	2006～2010年	2011～2015年	2016～2020年
年均真实增长率				
GDP（根据瑞银证券的定义）	10.8%	8.0%	7.2%	6.5%
消费	7.2%	8.2%	7.4%	6.7%
固定投资	13.5%	7.8%	7.0%	6.1%
出口	22.6%	15.0%	11.0%	9.0%
进口	21.4%	16.3%	11.0%	9.0%
劳动力	1.4%	0.7%	0.0%	-0.1%
以美元计算的平均水平				
GDP	14 630亿	23 170亿	34 130亿	48 740亿
人均GDP	1 106	1 698	2 434	3 410
消费支出*	7 900亿	12 510亿	18 770亿	27 290亿

图169　对中国经济增长的中长期预测——低增长图景

*包括政府消费。

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

中国不会改变世界的七个理由

中国的世纪?

展望——2025 年的中国和世界

（一）中国不会改写世界经济增长的历史

（二）中国不会吞噬全球的制造业、窃走高端的工作岗位

（三）中国不会买光全世界的资产

（四）人民币不会成为下一个世界货币

（五）中国不会成为世界市场上通货紧缩的输出源头

（六）中国不会把其他发展中国家边缘化

（七）中国不会破坏“华盛顿共识”

好戏还在后头，到 2025 年，中国将跃居全球第一大贸易国，按实物产出计算的经济总量也将坐上世界头号交椅。新兴的城市中产阶级的人数可能达到 3 亿~4 亿，超过美国今天的全部人口。

然而，尽管中国是新崛起的亚洲巨龙，但并非全新的经济物种……

尽管还相对贫穷，尽管还有着社会主义体制的背景，中国却是世界上自由化速度最快的经济体之一，并已成为许多国际组织中举足轻重的成员。甚至可以断言，中国将成为全球发展中国家走自由市场发展道路的成功典范……

中国的世纪?

从一个贫穷、封闭与混乱的经济体，迅速成长为一个世界性的大国，过去二十多年以来，中国的崛起令全世界的人感到惊诧。大陆的经济总量在 1987 ~ 1995 年间翻了一番，在 1995 ~ 2003 年间又翻了一番。中国已经成为全亚洲最重要的市场，而且成为继美国之后的、对全球经济增长贡献第二大的国家——在短短 10 年以前，这样的论点似乎还是天方夜谭。

我们有理由说，“好戏还在后头”。再过 20 年，到 2025 年时中国会变成什么样子呢？根据合理的假设，中国大陆将跃居全球第一大贸易国，成为最主要的机械、钢铁、水泥、能源、食品和原材料进口国。如果按照市场汇率来计算，中国的经济总量将达到美国或欧盟的一半，但如果按照实物产出来计算，它将坐上头号交椅。中国农民的平均收入届时还将比较低，但新兴的城市中产阶级的人数可能达到 3 亿 ~ 4 亿，也就是说，超过了美国今天的全部人口。

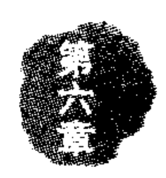
那么，最关键的问题也就出现了：中国这样剧烈的崛起过程对世界其他国家会带来什么影响呢？在某些评论家看来，中国是世界经济出现痛苦的紊乱过程的根源：许多国家的生活水平下降、制造业的工作机会大量消失、若干产业走向衰败。而对其他一些人而言，中国的兴起与美国在一个多世纪之前的情况非常类似，并且注定将取代美国，成为世界未来的经济和金融中心。实际上，就像 20 世纪 80 年代出现过的对“亚洲公司”（Asia Inc.）的恐慌一样，许多人甚至怀疑，中国的发展将预示着西方式的自由主义经济时代的终结。

无论这些看法存在多大的分歧，它们都基于一个共同而关键的假设，那就是在世界经济发展的历史长河中，还从来没有出现过类似于中国在过去 50 年的崛起的先例……世界也将因之而风云变色。

这个假设成立吗？并非如此。在世界舞台上，中国固然在扮演着越来越重要的角色，但如果我们客观地审视最近以来的发展趋势，就可以发现，中国对世界经济即将带来的影响比目前流行的说法要缓和得多。2002 年，笔者曾撰写过一本名为《关于中国与世界的五大神话》的书，讨论过中国在世界经济中的作用。自那之后，中国及其邻近经济体又发生了许多新的变化。以下是笔者最新的观点：中国不会改变世界的七个理由。

1. *中国不会重新改写世界经济的增长史。*

在本书第五章里，我们曾预测，中国大陆的真实 GDP 在未来 20 年还能保持



每年8%的增长速度（如果以美元计算将会更高），这样的成就看起来似乎非常令人吃惊……实则不然。因为同在那一章里，我们也已经指出，日本、台湾、韩国和其他一些亚洲经济体也在相当长的时期里取得过类似的高增长速度。即使把国家的规模因素考虑进来，中国经济在世界经济总量中所占的比重的变化也并不比上述那些亚洲经济体在二战之后的增幅更加明显。因而从这些指标来看，中国的确是新崛起的亚洲巨龙，但并非全新的经济物种。

2. 中国不会吞噬全球的制造业，也不会偷走高附加价值的工作岗位。

对于所有美国生产的产品，中国都能够以更便宜的价格提供吗？或许可以。但这种情况会发生吗？绝对不会。原因在于，国家之间的贸易分工乃是根据“比较优势”——而非“绝对优势”——来决定的。同时，尽管中国在电子和信息产品出口方面的增长速度极快，但从净值的角度来考虑，它依旧特别偏重于传统的劳动力密集型制造业，并且在很长时间里鲜有变化。此外，一旦考虑到周期性波动的因素以后，大陆的外贸总体上仍是平衡的，消费品出口赚来的每个美元都用来购买了机械设备和其他投入。也就是说，中国在为世界其他经济体提供着高端的制造业工作机会。

3. 中国不会买光全世界的资产。

从2004年初开始，中国的中央银行购买了价值4 000亿美元的外国资产。今天，中国已经成为美国国债的第二大外国持有人。美国的经济和金融市场是否面临着被中国控制的危险？不会。在官方外汇储备的增加中，有相当部分是来自其他中国企业出售海外资产的收入——或者是由于外国投资者购买中国的资产。一旦计算净资产头寸，就会发现在整个亚洲地区，中国大陆实际上是购买外国资产最不积极的成员。

4. 人民币不会成为下一个世界货币。

在整个亚洲地区，受迅速增长的中国大陆旅游者的推动，人民币在商店和餐厅里正变得越来越受欢迎。然而，这并不表示投资者已经开始用人民币来取代美元或欧元资产了，为什么呢？因为中国的货币依然不是可以自由兑换的，它虽然可以在贸易往来中结算，但大多数资本交易还是受到限制。还有，即使按照亚洲发展中经济的标准来衡量，大陆的资本市场也远没有发育起来。这两方面的障碍当然会逐渐减弱，但我们认为，在未来20年里仍然不可能完全避免。

5. 中国不会成为通货紧缩的输出源头。

从1997年到2003年间，中国的制造业产品的出口价格持续下跌，从而给世界市场带来了通货紧缩的压力。但我们发现这个说法存在误解，因为到目前为止，价格下降的压力主要集中在非常低端的制造业产品中，对世界其他产业的生产商

影响很小。同时在未来，中国更有可能成为世界市场上的通货膨胀的输出力量，随着大陆需求的上升，大宗商品和原材料的价格将被拉动，而迅速萎缩的人口结构又会导致中国国内的劳动力成本提高。

6. 中国不会导致其他发展中国家陷入停滞。

有人认为，中国经济的巨大活力还将带来一个重要的负面影响，主要涉及到其他低收入国家，即那些在出口市场上作为中国的竞争对手的国家。然而，尽管中国在抢占发达国家的消费品市场上做得非常出色，但其他低收入的发展中国家所占的市场份额也同样在扩大。在吸引外国投资方面，中国显然更加出众——但主要的投资却是瞄准中国的国内市场，而不是出口型的外包产业。在未来，中国国内的劳动力成本将逐渐提高，这会使其他低收入国家在劳动力密集型产业方面更为有利。同时在未来的20年里，中国进口需求的增长也将成为发展中国家一个非常重要的增长源泉。

7. 中国不会破坏“华盛顿共识”。

过去20年，在所谓“华盛顿共识”的旗帜下，世界经济向着全球化和自由化迈出了很大的步伐。可是，作为一个共产主义体制的国家，中国却即将成为经济上的超级大国，这是否会彻底改写所谓的“共识”呢？远非如此。尽管还相对贫穷，尽管还有着社会主义体制的背景，但事实上，中国却是世界上自由化速度最快的经济体之一，它的市场开放程度不断增加，治理和透明度水平不断改善。实际上，我们认为中国会成为全球发展中经济走自由市场发展道路的成功典范。

展望——2025年的中国和世界

首先让我们来进行一番展望。中国的经济规模究竟有多大？它在世界经济中发挥着多大的作用？图170和图171显示了最近的GDP指标。在2004年，全球的GDP总额大约是41万亿美元，中国是1.6万亿美元，所占的比重只有4%。按照这个标准，中国大陆位居美国、日本、德国、英国和法国之后，与意大利的水平相当，是全球第七大经济体（参见图170）。

但是，如果按照各国的实物产出的标准（也就是所谓“购买力平价”的标准，PPP GDP）来衡量，我们会发现在绝对产出方面中国已经是世界第二大经济体了，它位居美国之后，占世界全部产出的13%（参见图171）。

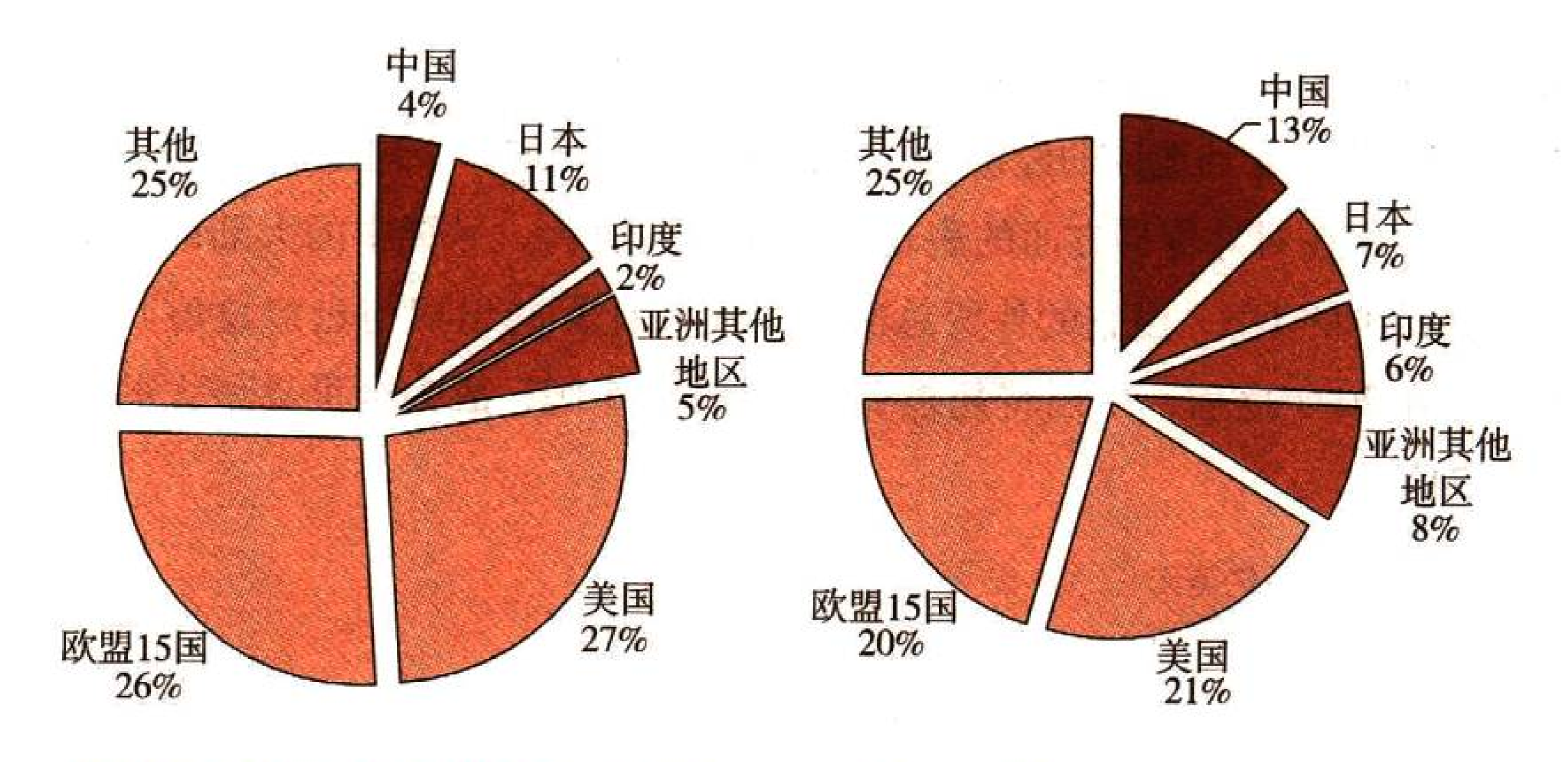


图 170　中国经济在全球的位置，2004 年，名义汇率

图 171　中国经济在全球的位置，2004 年，购买力平价——全球第二大经济体

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

这个规模在未来 20 年会出现什么样的变化？为了讨论的方便，我们先考虑如下的假设（下文还将对假设的数字进行更多解释）：（1）在未来 20 年，中国仍将保持每年 8% 的真实增长速度——考虑到人民币的逐渐升值，按照美元计算的产出值还将更高；（2）10 年之后，印度将逐渐赶上中国的经济增长速度，并且在此后与中国的速度并驾齐驱；（3）临近中国的其他发展中国家将以平均每年 5% ~6% 的速度增长（低收入的国家增长速度更快，但已经比较发达的地区增长速度更慢）。

接下来，我们再假定美国、欧盟和日本在同期的真实增长速度大约为 3%，世界其他地区的真实增长率约为 4% ~4.5%。

估算结果反映在图 172 和图 173 里，以美元现值计算，到 2025 年中国将取代日本成为世界第二大经济体，约为美国和欧盟 15 国经济总量的一半。当然，中国的人口大约是以上两个发达经济体的 4 倍（参见图 172）。

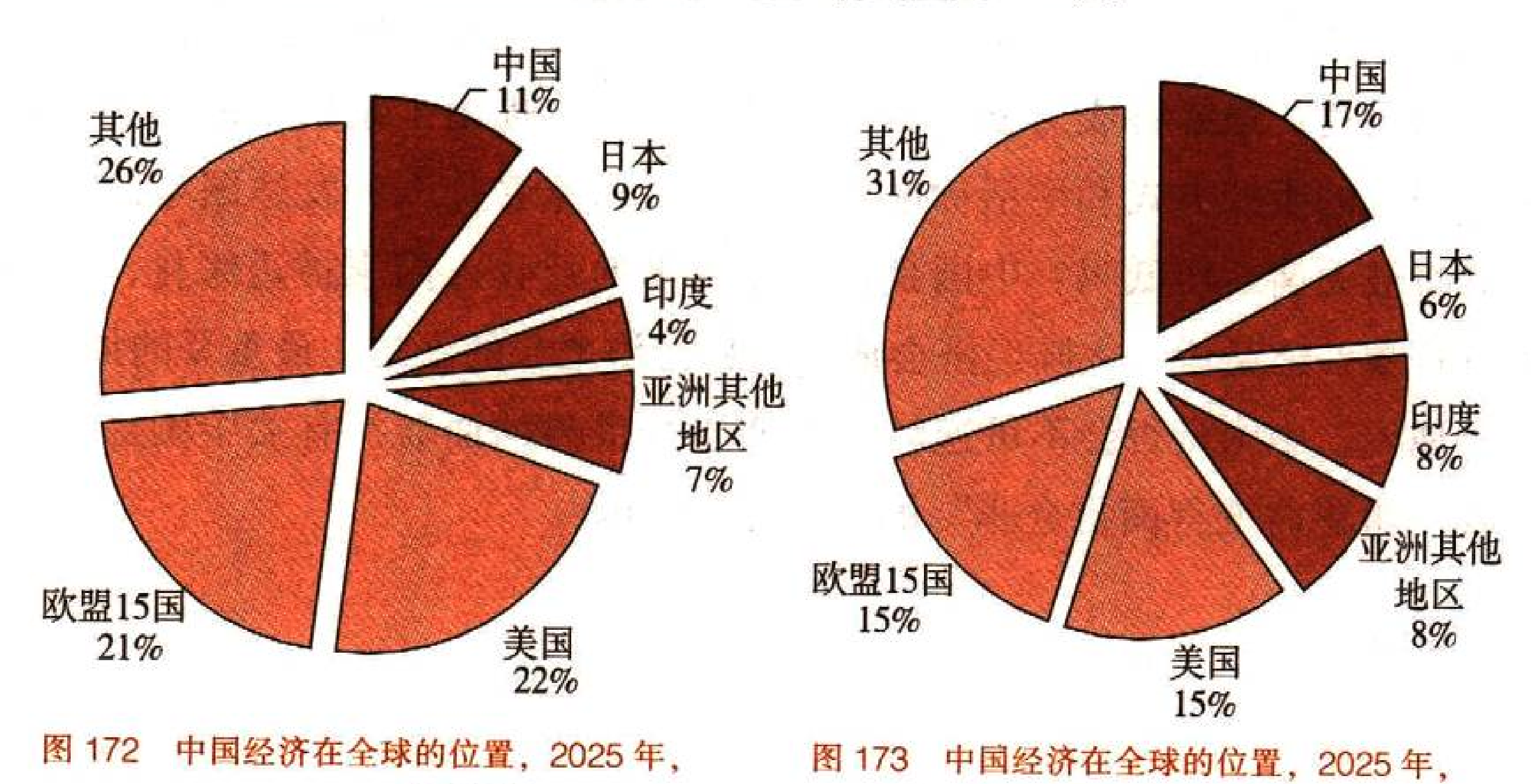


图 172　中国经济在全球的位置，2025 年，名义汇率

图 173　中国经济在全球的位置，2025 年，购买力平价——世界经济的领头羊

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

如果按照购买力平价的标准来测算，中国将成为世界头号经济体，占全球总产出的17%——整个亚洲地区的经济总量将接近世界的四成，中国正是其中的领头羊。

此外，中国在对外贸易方面的表现将更加令人咂舌。尽管中国大陆的经济总量目前还只有日本的1/3，但它的外贸总额（以美元计算的出口与进口总值）已经超过了日本。在20年之后，中国将超越美国和欧盟15国，成为全世界最大的贸易国（参见图174）。

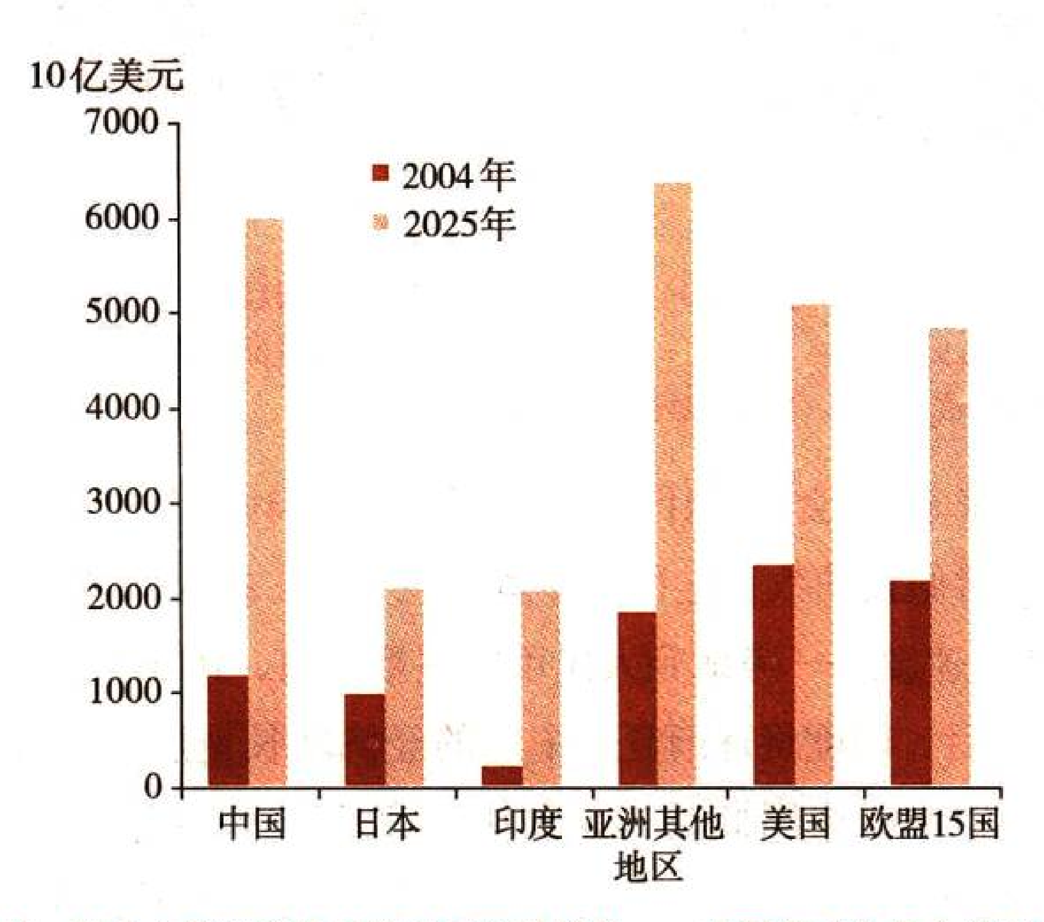


图174　世界主要经济体对外贸易额的增长——中国将成为最大的贸易国

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

再看看具体商品类型的情况，中国已经是世界上最大的纺织品、轻工产品和终端电子产品的供应商——如果目前的国内需求和生产趋势继续下去，中国还将很快成为世界许多原材料和大宗商品的最大进口方（参见图175和图176）①。

结论是，如果保持目前的发展速度，中国注定要成为世界经济舞台上越来越举足轻重的角色，最终将成为领导者。不消说，这也提出了最根本的问题：对于世界其他国家的生产方式和生活标准而言，这将意味着什么？发达国家的工资水平和利润将被无情地压低吗？中国是否会让周围的低收入国家被边缘化，垄断世界的投资资源？还是说，大陆经济会成为世界经济增长的新的、最重要的加速器？

简单地说，中国是否会不可逆转地改变当今世界的面貌？有关中国经济的崛起意味着“世界将变得面目全非”的预言是否准确？

---

① 图175和图176中对2025年情况的预测假定，中国的生产和消费的增长速度逐渐从过去10年的高速中减慢下来，世界其他地区的增长速度保持过去10年的平均水平。



图 175 中国在世界原材料市场上的份额

资料来源：中国经济信息中心，瑞银证券研究部全球原材料研究团队、瑞银证券研究部的估算。

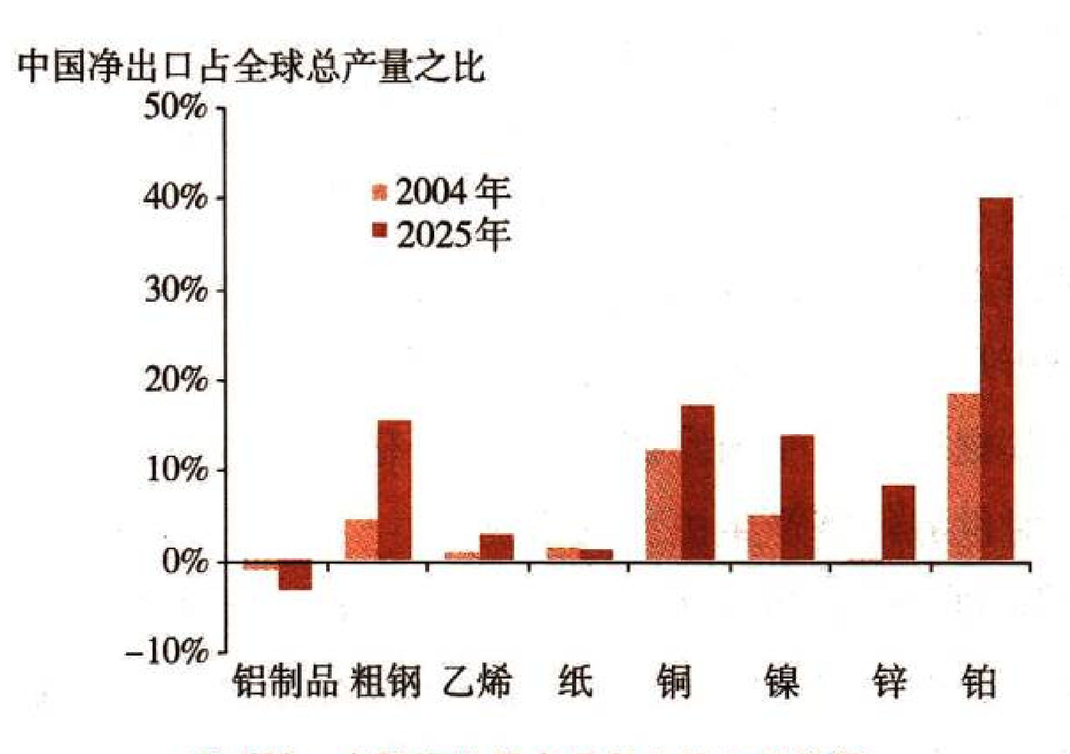


图 176 中国在世界中间品市场上的份额

资料来源：中国经济信息中心，瑞银证券研究部全球原材料研究团队、瑞银证券研究部的估算。

对于以上的所有疑问，我们的回答都是否定的。因为仔细审视有关的经济理论、统计数据和未来趋势，都表明中国既不会成为对世界的威胁，也不会成为救世主。其实，中国未来对世界经济可以预见的影响远比煽情的评论家们所鼓吹的要小得多。具体来说，这里有七个中国不会改变世界的理由。

（一）中国不会改写世界经济增长的历史

在表面上，上文中对中国经济增长未来成就的预测是非常令人震撼的——由此也完全可以理解，为什么那么多的学者和评论家会宣称，世界从来没有看见过



一个如此巨大的经济体在以如此之高的速度增长。他们的合理逻辑便是，全世界还没有对来自中国的挑战做好准备。

但这样的结论言之有理吗？显然，有关的假设肯定是非常乐观的。我们也明确指出过，这里的假设应该包括：中国可以成功避免银行危机、财政危机以及政治局势的不稳定等陷阱，同时，全球经济增长的前景也可以继续提供支持。

不过，出于讨论的需要，我们姑且认为以上的假定都是准确的。那么，这样的增长速度的确是非常特殊的吗？中国的发展是否是世界经济中从来没有出现过的新景象？

干脆地说，不是。原因在于，在以上的预测中，我们假设中国经济的真实增长率为每年 8%——按照调整后的美元不变价值计算为 9% 左右——并将在今后的 20 年里持续下去。

这样的成绩看似独一无二……实则不然。我们在本书第五章里已经介绍过，从 1955 年到 1975 年，日本经济的真实增长率接近 9%，而台湾和韩国在 1965 ~ 1995 年的高增长时期也同样出色（参见图 177）。如果考虑到汇率变化的因素，那么这些经济体按美元价值计算的增长率还将提高到两位数（参见图 178）。以这些标准来看，中国所走的仍然是亚洲式的增长道路，并非世界上从未见过的新物种。

但以上的分析是否没有抓住重点？因为中国最让人吃惊的地方并不在于它的增长速度，而是其规模，这个国家拥有多达 13 亿的人口，它当然要比更早起飞的亚洲其他经济体对世界经济产生更大的影响。

答案是，中国的规模固然更大——但世界经济的总量也增长了很多。即使从绝对数量上来考虑，我们依然发现，中国的迅速崛起将给发达国家带来的影响，将不会比此前的亚洲邻国在几十年前的冲击更大。

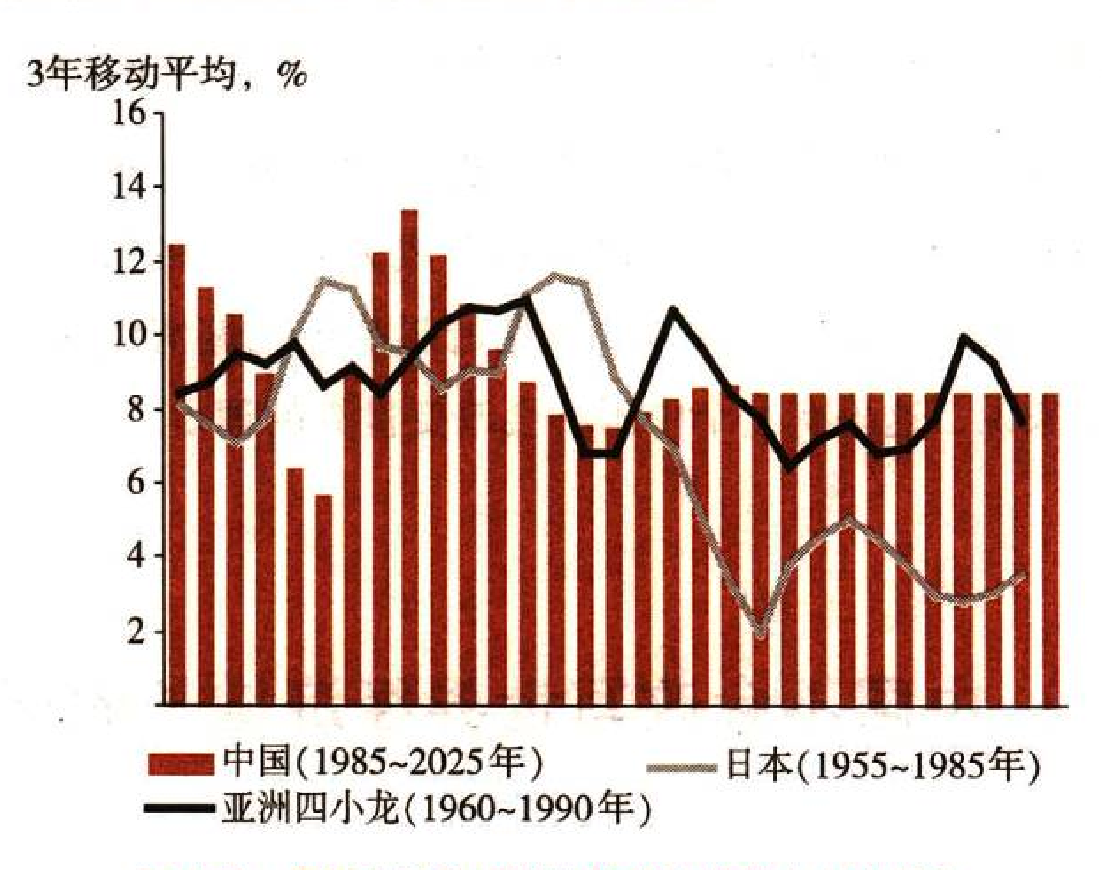


图 177　中国大陆和亚洲其他经济体的真实增长率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

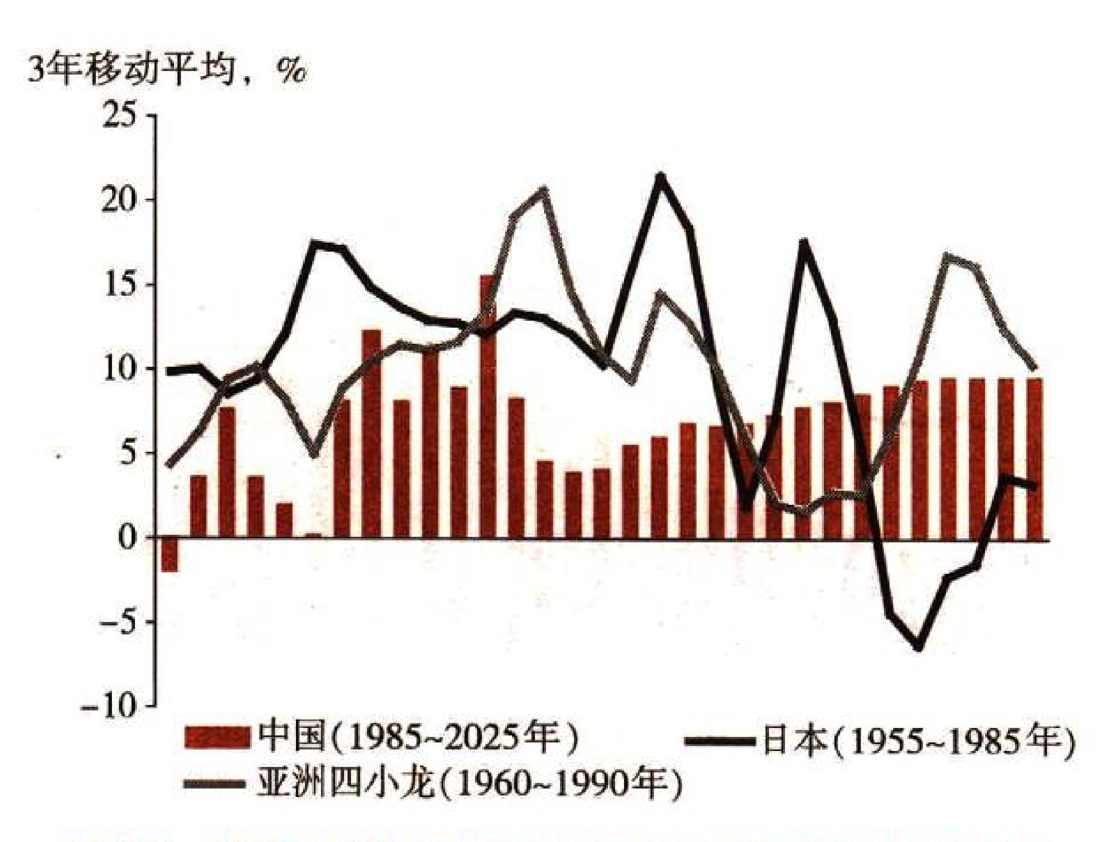


图 178　按美元计算的中国大陆和亚洲其他经济体的增长率

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

有关的数据如下，在未来的20年里，中国经济在世界经济总量中的比重将从目前的4%提高到11%。这当然十分可观，但如果与亚洲国家的历史数据相比，却并不出类拔萃。1965年，日本、亚洲四小龙以及东盟国家的经济总量也只占世界的4%，而在20年之后的1985年，它们已经拥有了世界经济总量的13%，到1990年更是提高到了16%（参见图179）。

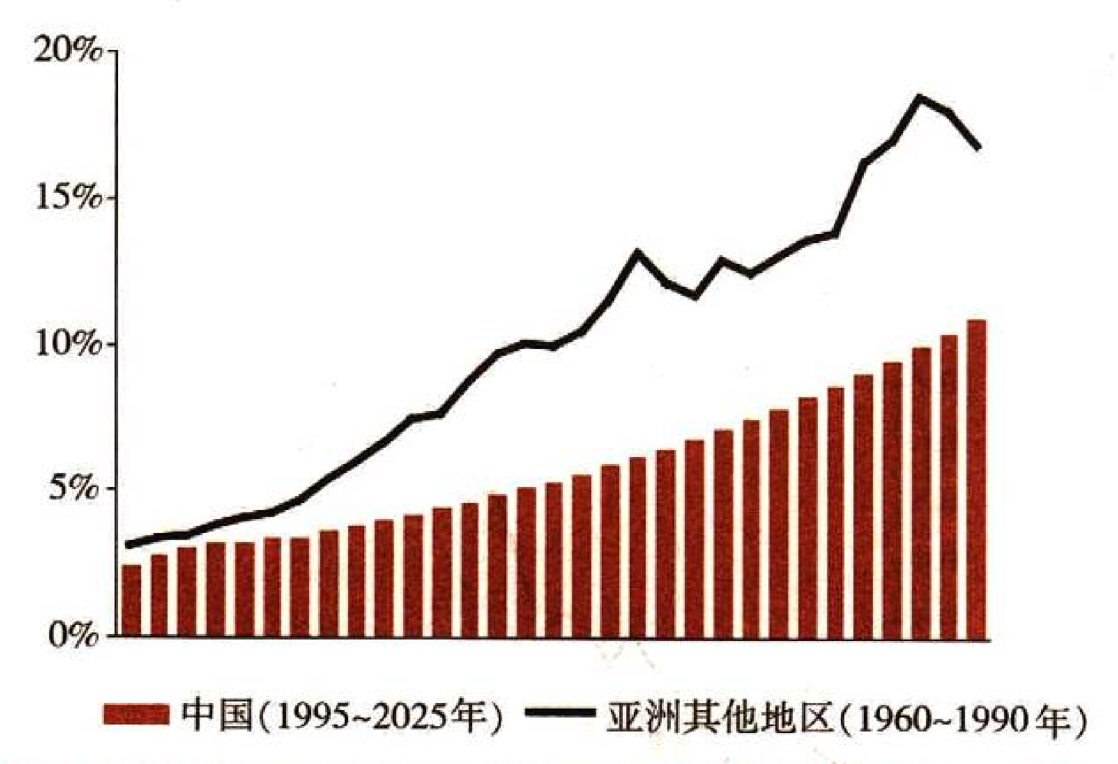


图 179　中国大陆和亚洲其他经济体在全球GDP中的比重迅速提高——中国并不更加出色

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

在外贸总额方面，中国可望从目前占世界总量的4%提高到12%，而上述的东亚经济体在1960～1990年间，外贸额的比重也从6%提高至15%，涨幅基本相当（参见图180）。

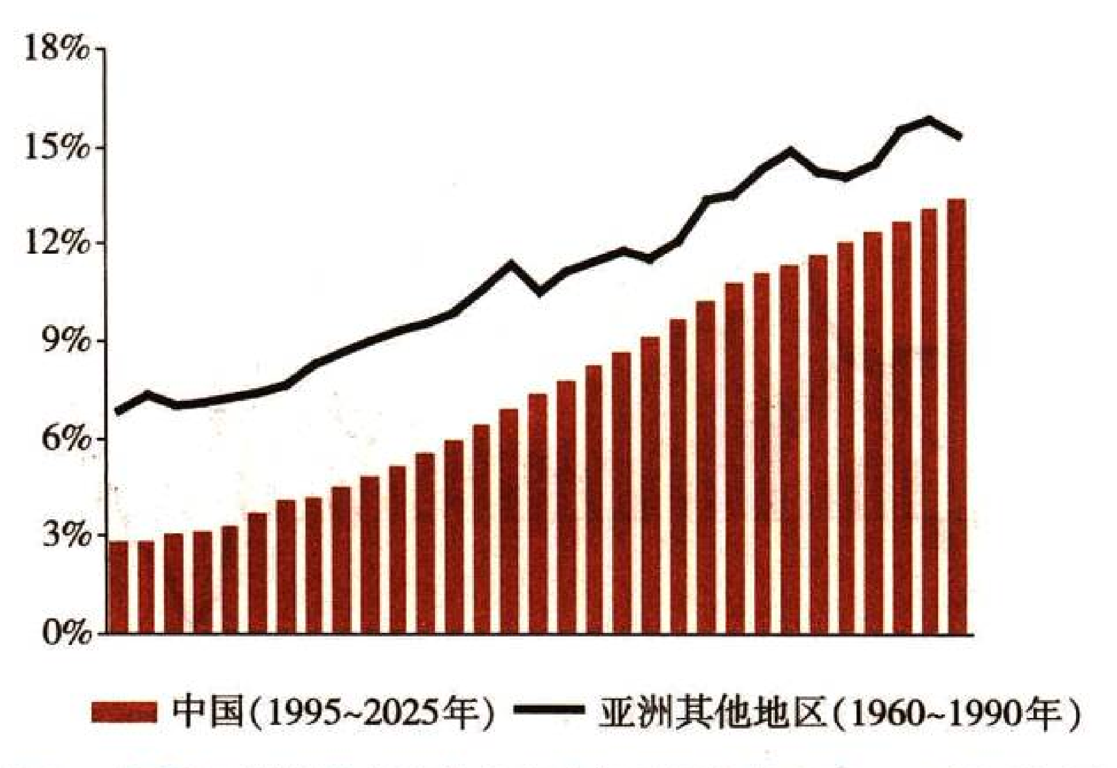


图 180　中国和亚洲其他经济体在全球贸易额中的比重——涨幅基本相当

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

那么，中国的大规模工业化呢？最近以来大宗商品和原材料市场出现繁荣，让人们注意到大陆的制造业发展过于迅猛。中国还在一个非常低的收入水平上，它正在经历的工业集中和增长速度是否前所未有？

绝对不是。我们在第五章里给读者展示了几张图表（图 162 ~ 165），反映了人均的钢铁、电力和水泥消费量，以及人均的汽车拥有率。很明显，中国在钢铁和电力方面的消费水平与日本和韩国在它们的“起飞”时期的增长情势大体相当（参见图 181 和图 182）。

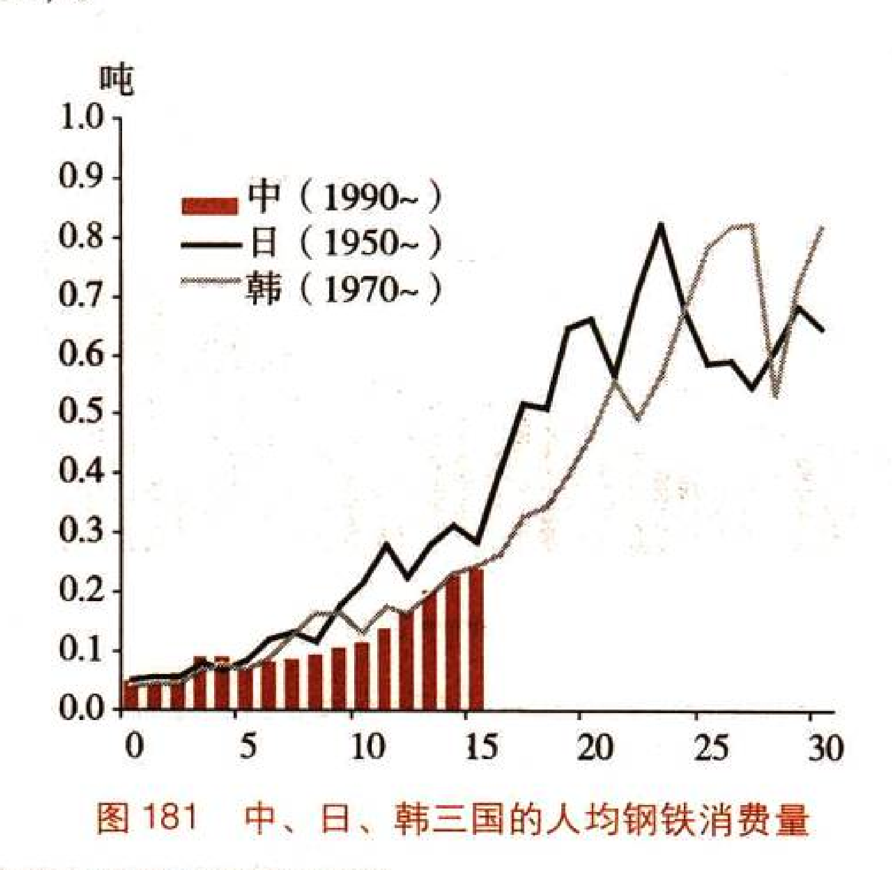


图 181　中、日、韩三国的人均钢铁消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

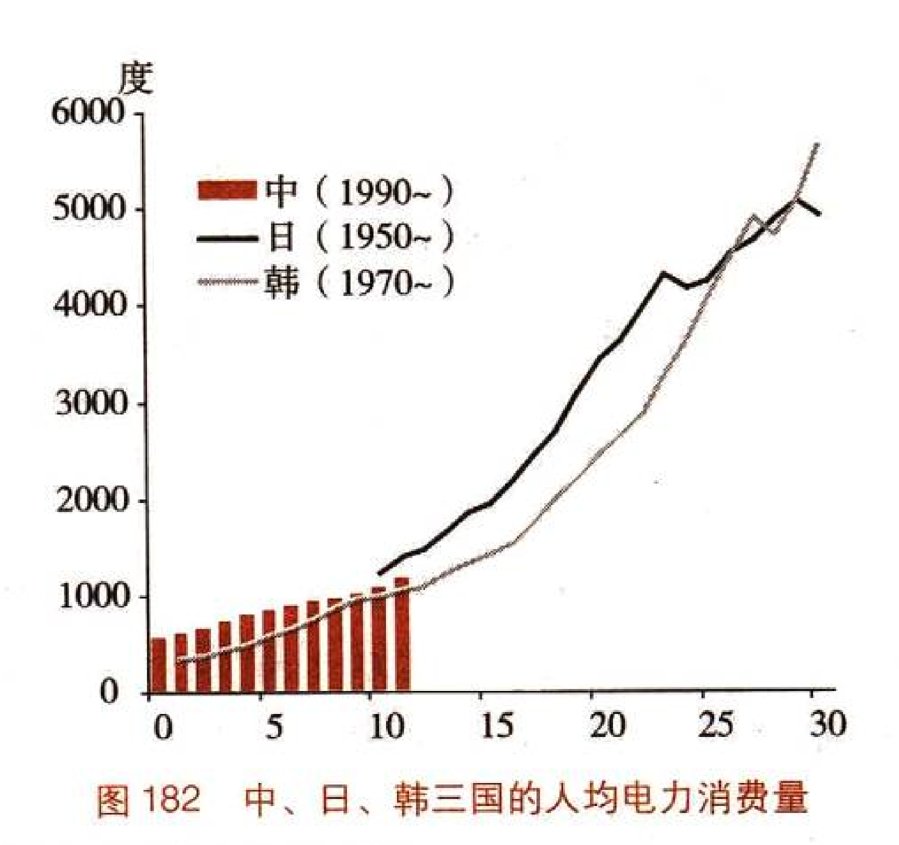


图 182　中、日、韩三国的人均电力消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

水泥和汽车产业的有关数据也反映着同样的情况（参见图 183 和图 184）。

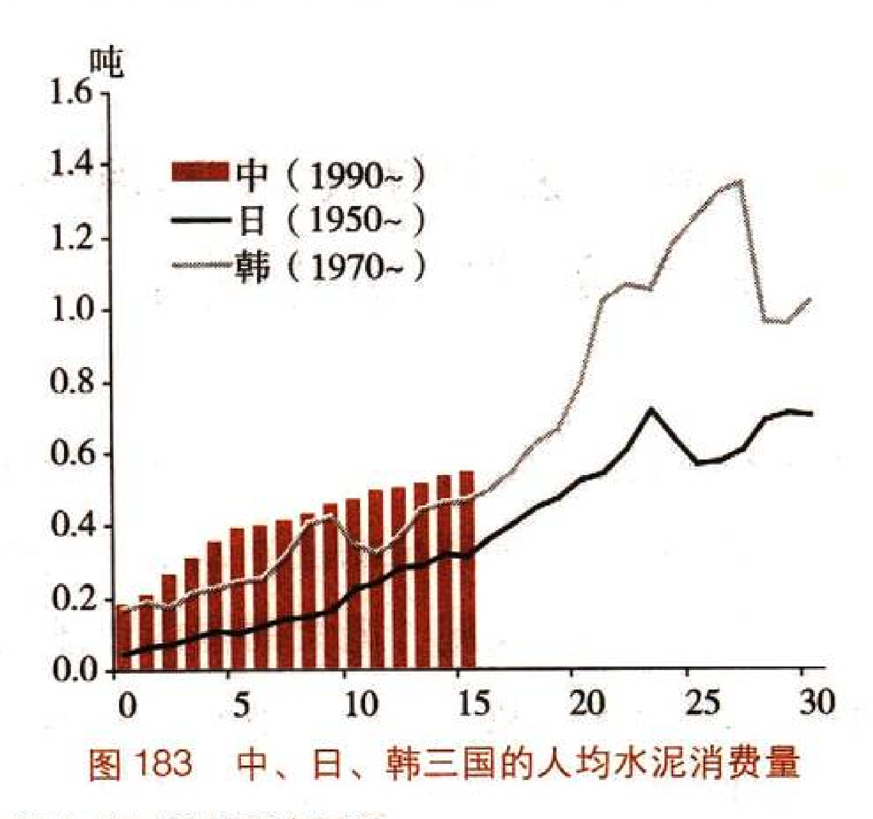


图 183　中、日、韩三国的人均水泥消费量

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

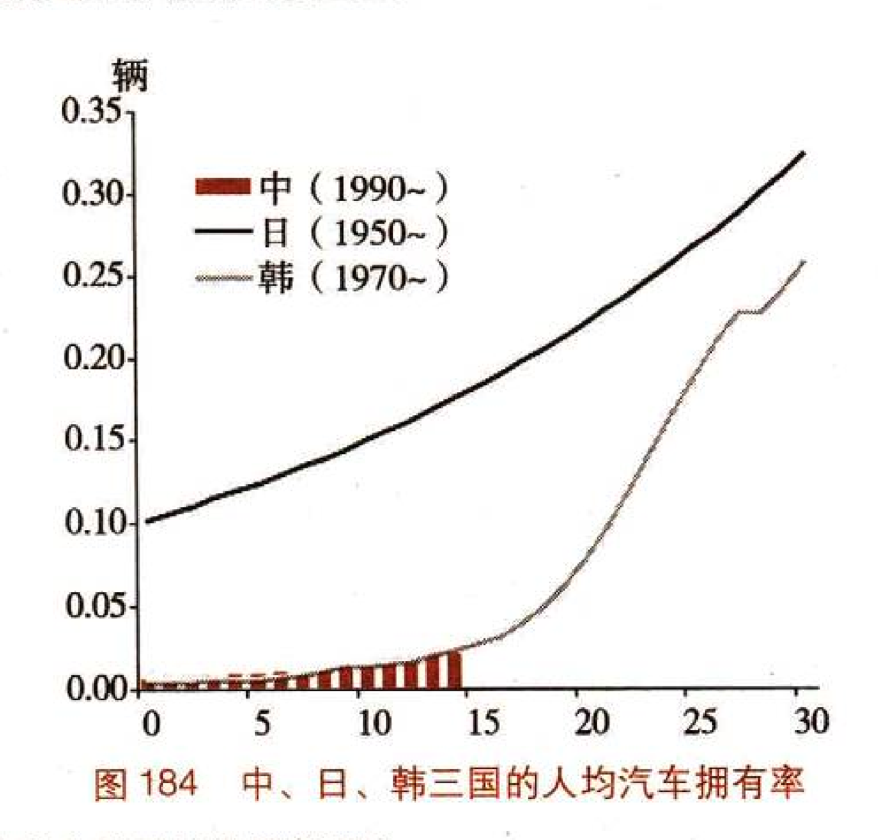


图 184　中、日、韩三国的人均汽车拥有率

资料来源：瑞银证券研究部全球原材料研究团队。

我们还可以举出其他很多例子。许多投资人担心，中国正通过牺牲利润率和资本回报率，并推动投资率和增长率的高涨（人为制造低利率甚至负利率来形成高储蓄率）来改变“游戏规则”。但我们在第五章里介绍过，数十年以前，人们也曾经同样担心日本和亚洲四小龙的崛起将把美国和欧洲赶下商业舞台——同时，与先前的亚洲经济体相比，中国的实际投资率和利润率并没有太大区别。在这里，中国同样不会带来本质的变化。

所以，最后的结论是，中国的增长势头尽管令人吃惊，但并非前无古人。恰恰相反，不管是从收入、对外贸易或工业化水平等哪个方面来考虑，中国大陆都正在沿着其他亚洲经济体曾经走过的道路前进——它表现出来的活力和冲击最多将和日本和其他亚洲经济体接近而已。显然，世界将面临中国经济崛起的挑战，但这样的挑战世界其他地区已经经历过好多次了。

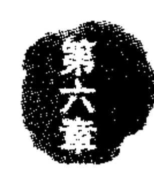
（二）中国不会吞噬全球的制造业、窃走高端的工作岗位

在中国与世界经济的各种联系中，有一个事实是让人感到特别痛苦的：中国的制造商总是能够以同样廉价甚至更加廉价的成本制造出其他任何地区所能生产的任何商品。再加上有着卓越的基础设施、庞大的国内市场以及世界范围的供应商的聚集，不知道还有谁能与中国匹敌？中国难道不会吞噬全世界的制造业，并开始从其他国家夺走更高端的产业和工作机会吗？

这是个很有力的论断——但不幸也是错误的论断。首先，它与经济学的理论完全违背，尤其是比较优势原理；其次，中国的出口并没有在高技术领域表现出很强的实力，而是特别专注于低端的制造和组装生产；第三，尽管出口增长很快，但目前的分工形势看来不会迅速发生改变；最后，与许多人的直觉不同，中国的进口和出口大致是均衡的。

理论上的中国

任何一个大学一年级的经济学课程都会介绍到“贸易收益”的概念。一个不发达的、劳动力密集型的国家（例如中国，参见图185）如果与一个更富有资本、技术的国家或自然资源更丰富的国家（参见图186）发展贸易往来，那我们将看到，这两个国家将向着不同的专业化的方向发展（在两个图中，都是从“A”点



过渡到“B”点)。对中国来说，这将意味着它将增加劳动力密集型产品的生产，并予以出口，以换取更高端的工业产品或者自然资源。

在国际贸易理论中，这是经典的“双赢”模式。中国获得了更廉价的资本密集型的产品和自然资源，而其他国家则获得了更廉价的大众消费品。中国的生产厂商获得了海外市场，而外国的厂商获得了中国市场不断增长的需求。如果各国都专注于自己拥有比较优势的产业领域，那么大家的国民收入都可以获得提高(在以上的图中，两个国家的消费者都从“A”点移动到了“C”点，也就是说，大家的情况都得到了改善)。

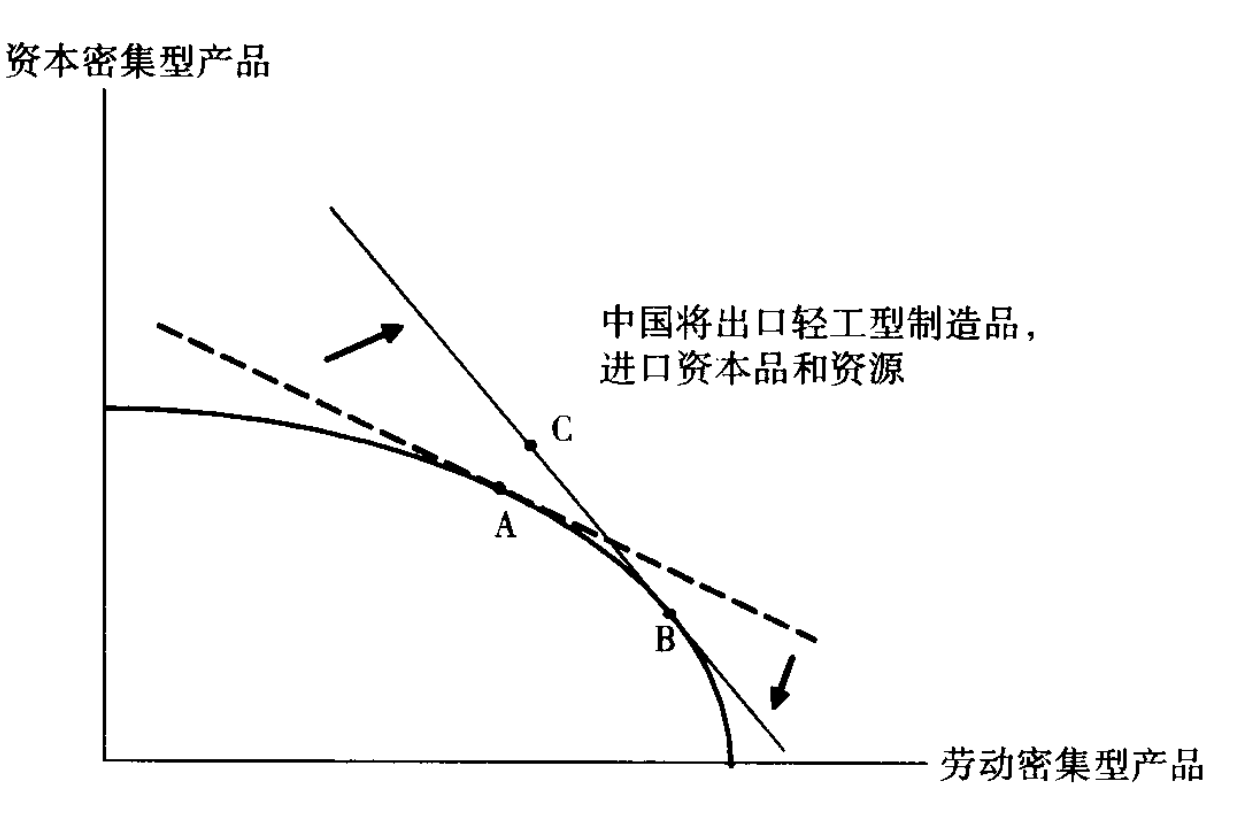


图 185　中国在国际贸易中的专业化发展

资料来源：瑞银证券研究部。

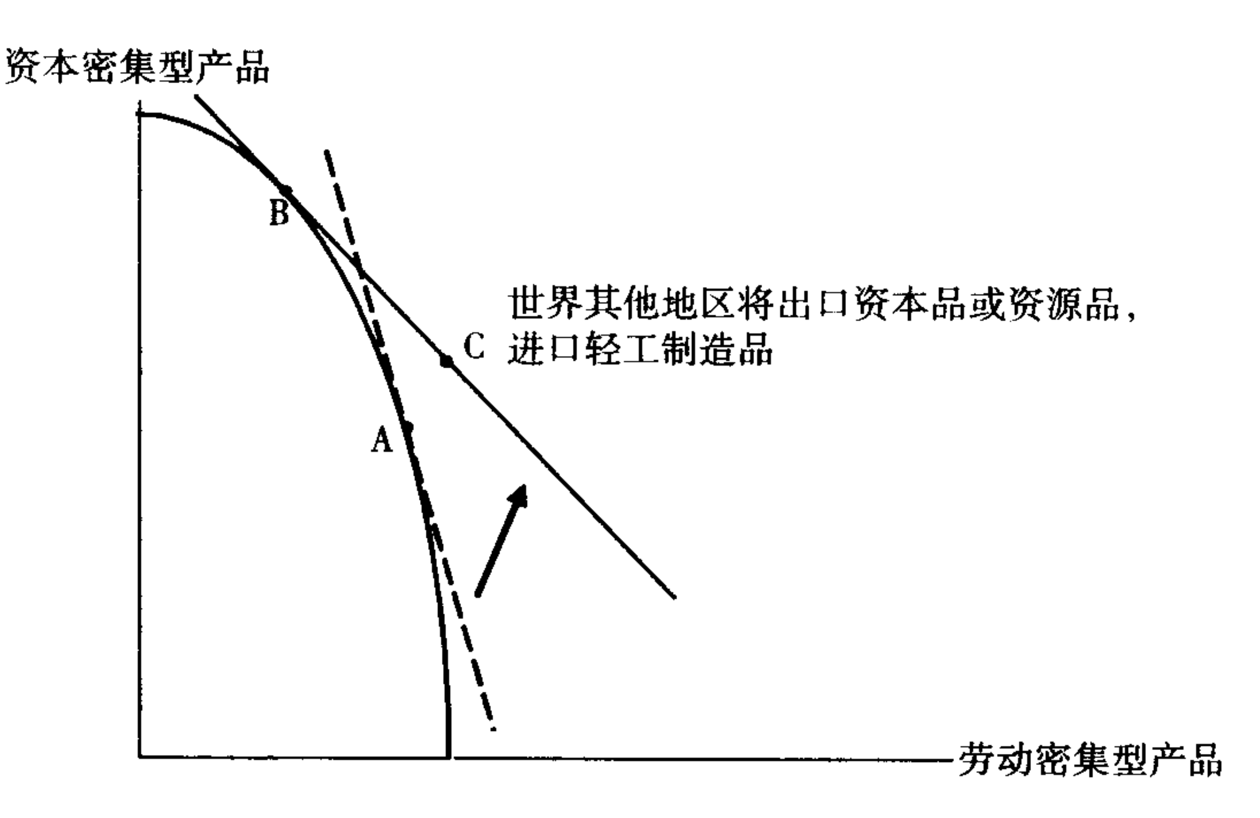


图 186　其他国家在国际贸易中的专业化发展

资料来源：瑞银证券研究部。

那么，为什么工资成本更低的国家不可以制造和出售一切商品呢？其实，这

里的经济学规律非常简单：各国的分工和贸易是按照“比较优势”、而不是“绝对优势”来进行的。或者说，在国际贸易中，绝对的成本差异并不重要——相对的差异才是关键。在一个资源稀缺的世界里，每个国家都必须选择专注于某些产业领域，出口那些相对来说成本更低的产品，而不是相对来说更贵的产品。

实践中的中国

实际情况呢？跟理论上的预测完全一致。在以前的几章里我们已经介绍过，如果看总出口额，那么大陆的高技术产业，包括电子产品和信息技术设备，增长已经非常迅速，其价值超过了轻工业的最终产品（参见图 187）。但如果看中国的净出口额，则是完全不同的景象。正如比较优势理论所预言的那样，大陆主要是轻工业方面的劳动力密集型产品（玩具、纺织品、运动产品和家用电器等）的净出口商，而在重型机械、设备和原材料等领域，则是净进口大国（参见图 188）。

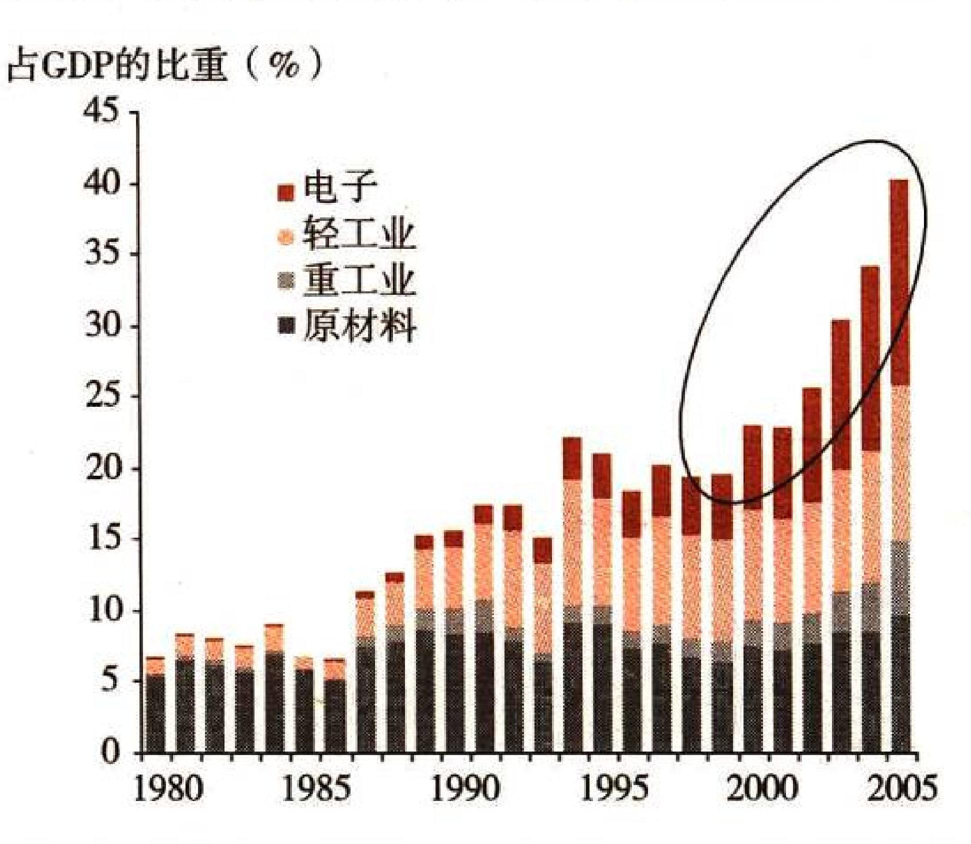


图 187　中国的总出口额及其产业分布——结构调整迅速

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

同时，尽管电子产品的出口增长迅速，但大陆实际上还不是信息技术产品的重要净出口国。为什么呢？因为如图 188 所反映的那样，中国的电子产品主要是再出口，即进行劳动力密集型的组装加工。国际贸易理论再一次显示了它的威力：中国今天在国际贸易中所处的地位完全符合其低工资、劳动力密集型的位置。

在制造业的专业分工方面，中国与高收入的发达国家有着极大的差距。请看图 189，它反映了美国制造业的生产和进口的部门结构。美国的产品组合以资本密集型为主导，如机械设备、化工、冶金等，电子产品等技术密集型产业也占了很大份额，而低端的纺织品和轻工产品的国内生产份额则微不足道。有趣的是，美国从世界其他国家（中国除外）进口的产品的部门结构与其国内生产的部门结构

居然出奇地一致——这反映出，美国有相当部分的贸易是与其他高收入国家（例如日本、欧盟和加拿大）进行的。

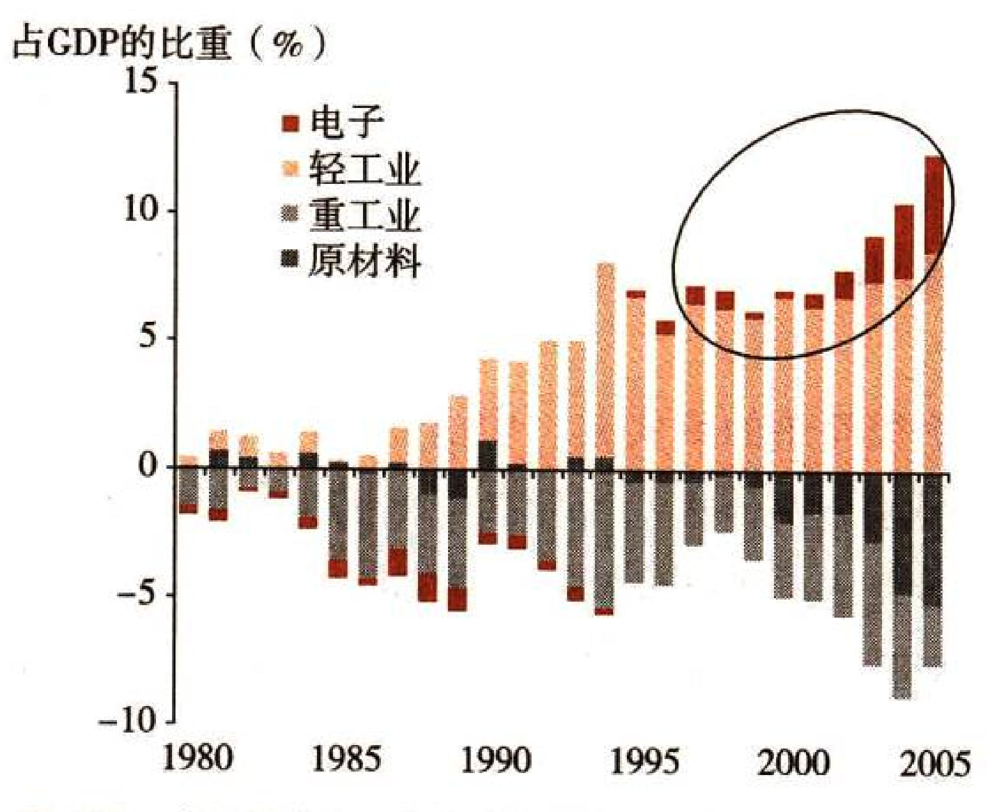


图 188　中国的净出口额的产业分布——与理论推导一致

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

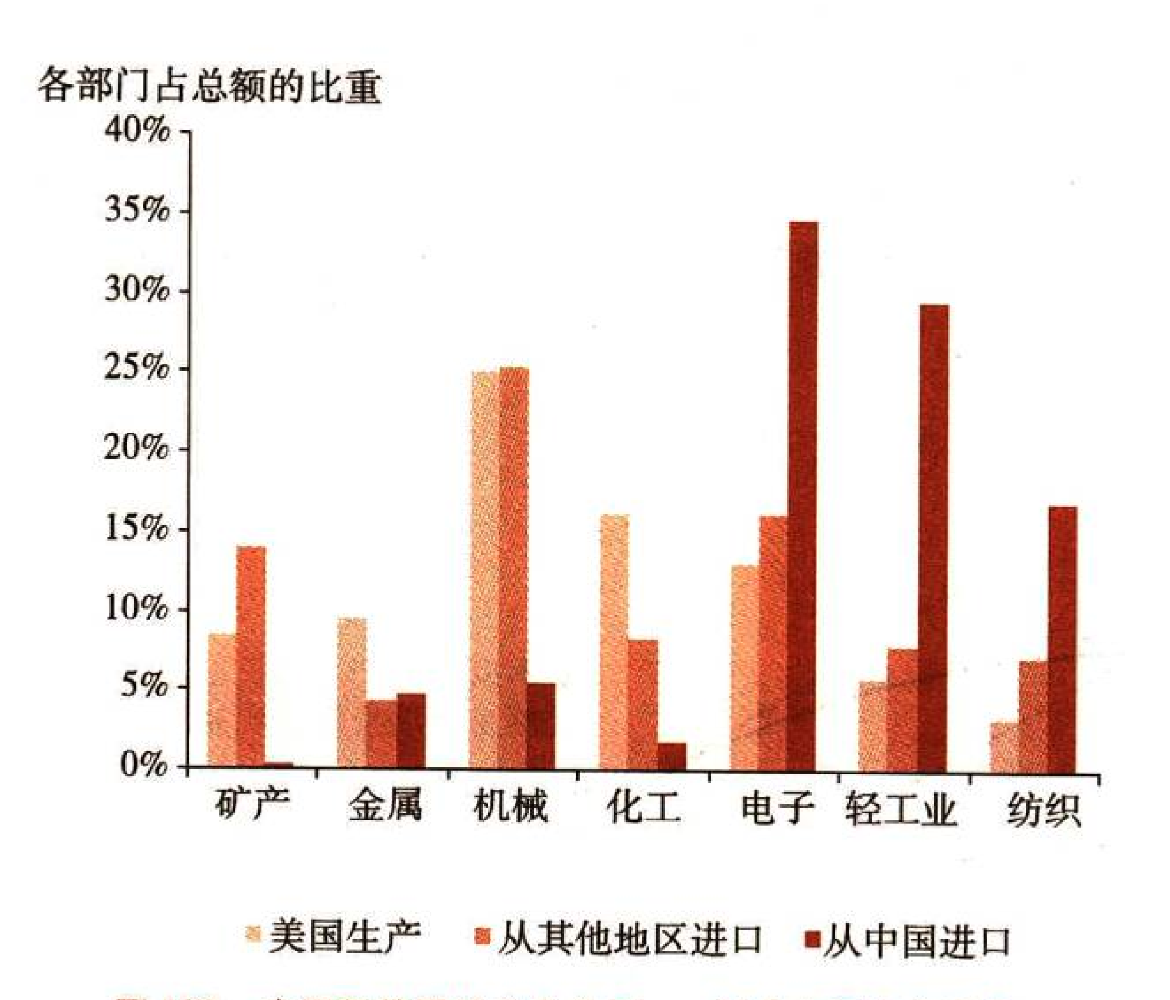


图 189　中国和美国的产业分工——基本上不存在重叠

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

我们再看美国从中国的进口，结论是什么？显然，大陆对美国的出口几乎都集中在低端产业。唯一的重叠主要是电子产业——但如我们所述，这些产品并不都是真正在中国国内生产的。因为在电子产品中，大多数附加价值来自中国进口的部件，而大陆的生产商主要从事的不过是加工组装而已。

“附加价值链”——中国正在快速升级?

非常清楚——中国向世界其他国家销售的主要还是轻工业产品。但这种情况未来会有改变吗?世界上最先进的厂商毕竟都纷纷在中国建立生产线，而国内的投资也越来越多地流向高端的汽车、半导体、造船或生物技术等部门。中国是否可以在5年左右的时间改头换面，与发达国家迎头开战，从其他地方夺取高附加价值的工作机会呢?

不太可能。一个很简单的事实是，中国要生产什么其实并不重要——真正重要的是中国与其他国家交换什么。为什么呢?因为去除了加工贸易和再出口的部分之后，国内市场的进出口额都分别只占年GDP的15%左右，也就是说，85%的中国国内支出是用来购买国内生产的产品的。请注意，不管中国与世界其他地区之间的产业分工如何，但大陆需要的绝大多数汽车、药品、机械和电子产品其实是在国内生产出来的。

换句话说，国内在高技术产业和重工业方面实现强劲增长，与中国在出口方面继续保持低端的劳动力密集型的分工地位并不存在矛盾。请看如下的图190，当一个以劳动力密集型产品出口为主的经济体开始朝着资本密集型产业转型的时候，一开始，它并不是把自己完全变成高端产品的净出口国，而是逐渐降低贸易分工的专业化程度——生产商们还是会继续出口劳动力密集型产品，而购买资本密集型产品以及自然资源。

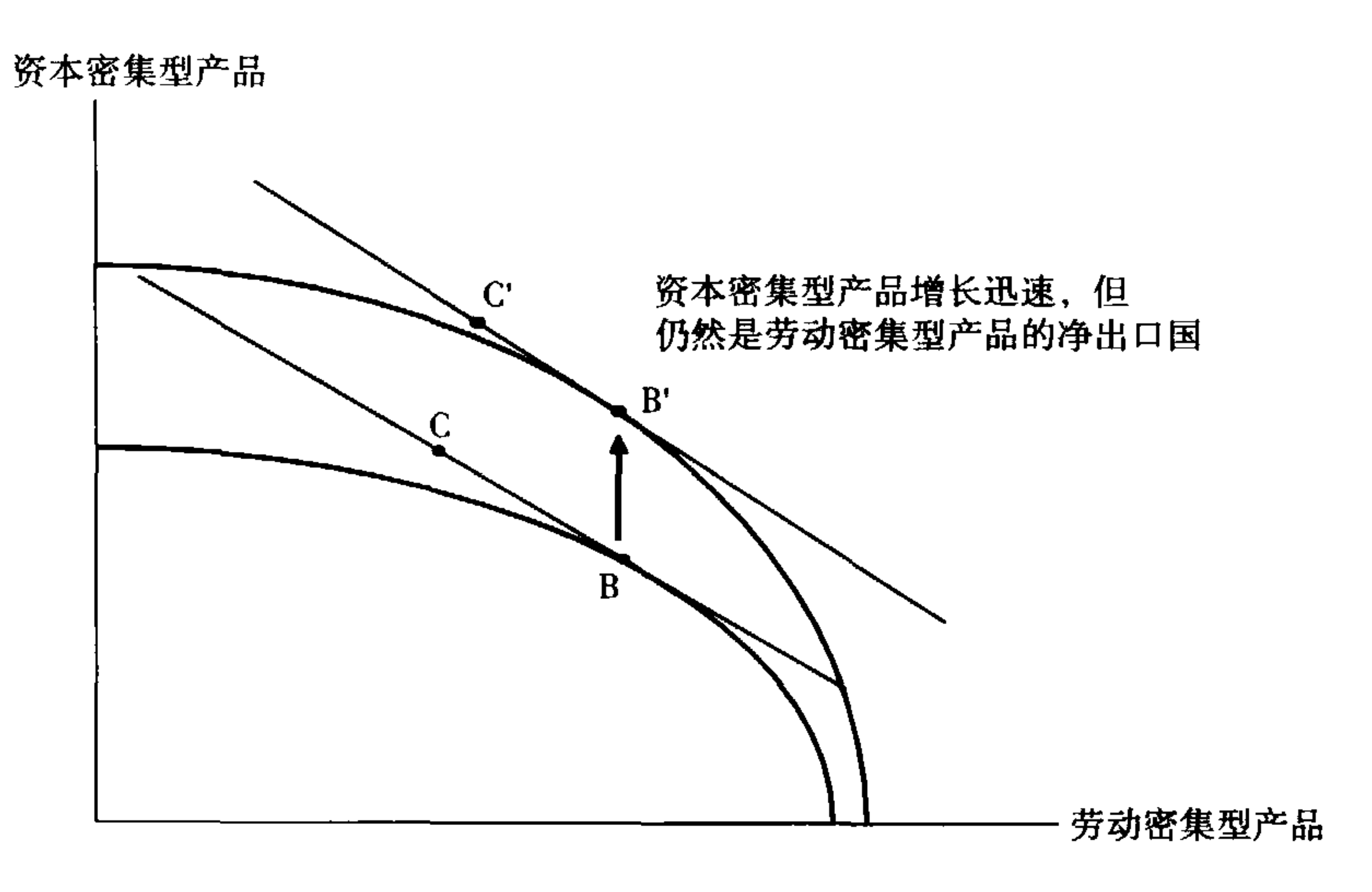


图190 对高端产业加大投资与继续专注于低端产业的贸易分工并不矛盾

资料来源：瑞银证券研究部。

结论是，与其他所有经济体一样，中国的贸易地位是由它和贸易伙伴之间的相对资本密集度决定的。这就表明，除非中国的资本与劳动力之比超过世界其他国家，否则它就不可能成为资本密集型产业的净出口国。

这样的过程需要多长时间？如果世界其他国家的历史可以作为参考，那将是相当长的。请看图 188，中国大陆还根本没有出现转型的迹象。而如下的图 191 的情况则是亚洲四小龙中的韩国和台湾的经验。在 20 世纪 70 年代中期，它们与今天的中国大陆似曾相识，有着劳动力密集型产品的净出口，正在迅速增长的电子产品出口，以及大量的资本密集型产品和原材料的净进口。

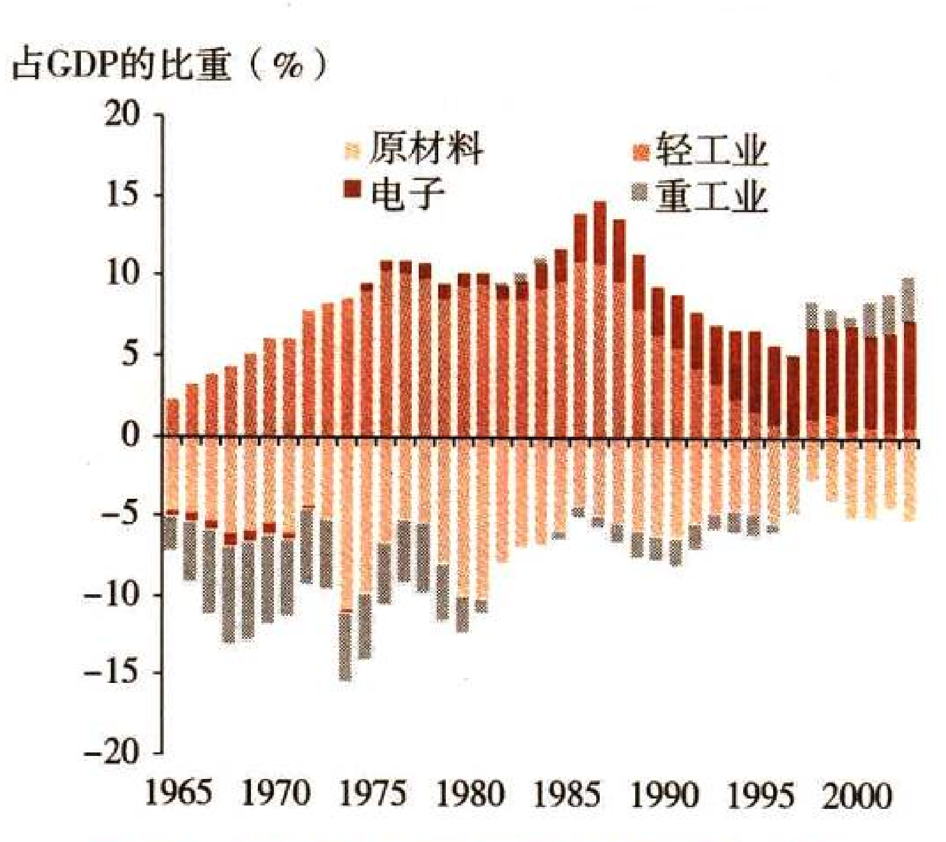


图 191　韩国和台湾出口产业变迁的历史经验

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

一个最明显的结论是，又花了 10 年左右的时间，这两个经济体才在附加价值链上获得了显著提升，从低端产品的出口转向电子产品出口。而且直到 20 世纪 90 年代中期——当它们的人均收入已接近 10 000 美元，并爆发过一系列危机，导致了投资和进口的大规模调整——以后，它们才真正成为重工业产品的净出口方。

中国的情况会有不同吗？很重要的一点是，与邻近的亚洲经济体在类似发展阶段的表现不同，中国大陆正在欢迎大量的外国资本和技术进入自己的市场，这是否会加速中国的过渡过程呢？实际上，我们对此同样不看好。后面还要解释，至少有 3/4 的外国直接投资并不是面向出口市场，而是满足国内市场的需求：房地产、采矿、汽车、零售、餐饮、化工、机械设备等各种行业。如果看外国投资的厂商的出口结构，我们就会发现，劳动力密集型的外包依然是主流。

还有其他一些常见的意见，注意到人民币汇率的低估以及政府在为资本成本提供补贴，还有人为地促进高技术和资本密集型产业的竞争力等。所有这些，当然都是中国大陆切实存在的现象——但也请记住，在过去 20 年里，亚洲其他经济

体同样如此。所有我们没有理由认为中国会比其他经济体更快地渡过这个发展阶段。

最后，日本，这个最早的亚洲奇迹的创造者的情况怎么样？日本的产业升级是否更为迅速……中国是否可以模仿？简要地说，不会，请参见图192。在1965年，日本的人均名义收入约为1 000美元，与今天的中国大体相当。但是，从日本在二战之后重新加入世界市场伊始，它就已经是重工业设备的净出口国，其轻工业产品的出口已在迅速下降。到20世纪70年代早期的时候，日本的国际贸易产业结构已经成熟，和30年以后的情况没有太大区别。

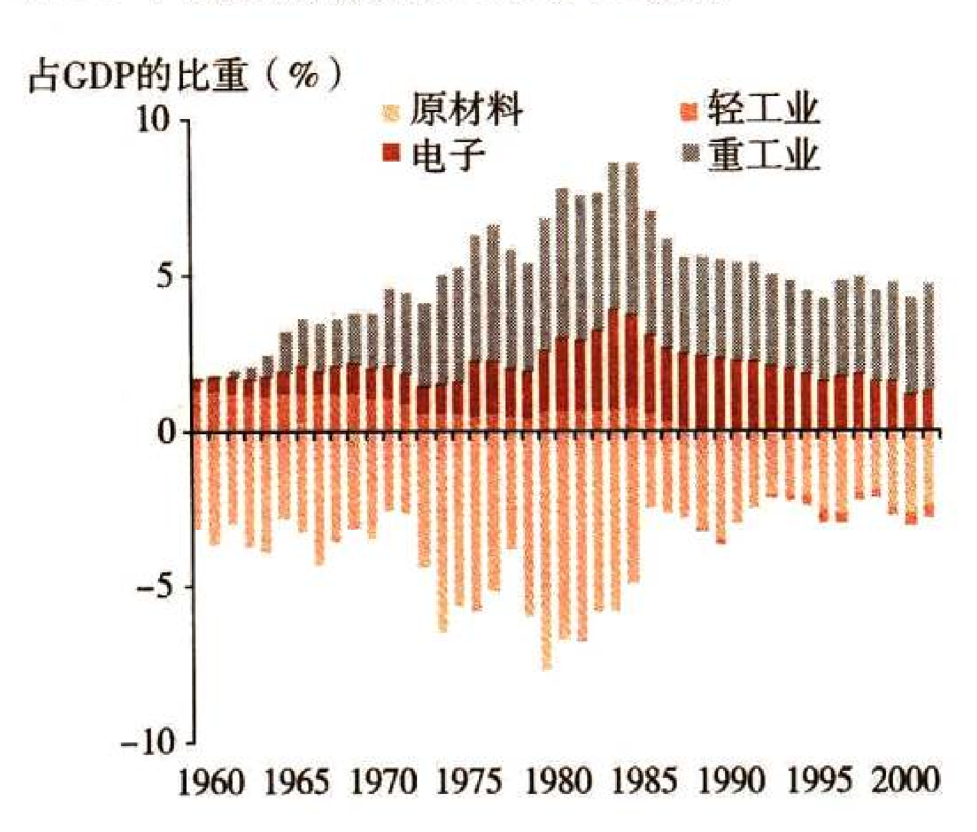


图192　日本出口产业变迁的历史经验

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

原因何在？因为日本与在它之后崛起的其他亚洲经济体都有着很大的不同——严格的说，它不是亚洲的龙，而与德国相似，是在二战的废墟上重建起来的高度发达和资本化的经济体。与人们以往的看法相左，从日本的发展历史中，中国可能学不到太多的经验。

以上的所有论述都在支持这样一个结论：至少在未来10年之内，中国与世界经贸交流的方式不会发生根本的改变。即使到2025年，它仍然会是一个低端和中级产品的主要出口国。

“全球制造业中心”——还是本土的制造业中心？

这里，我们还将对一个流传甚广的“神话”提供一些解答，它是说，中国正在迅速成为全世界的制造业外包中心，将从众多发达国家和发展中国家那里夺走大量市场份额。

表面上看，中国的工业实力的确在急速提升。1990年，中国在世界工业产出中

的份额还只有2.5%，短短13年以后，已经提高到7%。这样的数字在财经媒体上催生了一系列文章，就全球制造业将面临的"中国威胁"发出了警报。

然而，这些数字本身有着很大的误导。中国的工业产出在全球所占的比重的确提高到了原来的3倍——然而，国内对工业产品的消费也同样提高了3倍。要知道，所谓产业"外包"，意思不仅是指把生产从母国转移到目的国家，而且意味着要把产品重新出口到原来的母国（或者说取代母国以前对目的国的产品出口）。

因此，要考察中国是否变成了全世界生产外包的中心，只看总产出所占比重的变化是不对的，我们必须从制造业贸易的净出口结构中才能找到答案。

从这个角度去看，所谓的威胁就并不存在了。1997年，中国工业对外贸易的盈余达约为470亿美元，相当于全世界制造业总产出的0.2%（参见图193）。2003年，这个盈余提高到了600亿美元，但在全世界制造业高达35万亿美元的总产出中，只不过占有0.3%，微不足道。

的确，自2004年初以来情况又有了显著变化。如图193所示，中国的制造业的外贸盈余在全球工业产出中的比重在过去两三年中翻了一番。然而，这主要是个周期性的现象，由于生产能力过剩和国内需求的收紧，导致进口速度下跌，外贸盈余随之迅速扩大。从图194中我们可以发现，大陆的外贸顺差已经接近顶点。未来几年，我们预期中国的工业产品的外贸盈余将恢复到占世界总产出的0.3%～0.4%的正常水平。

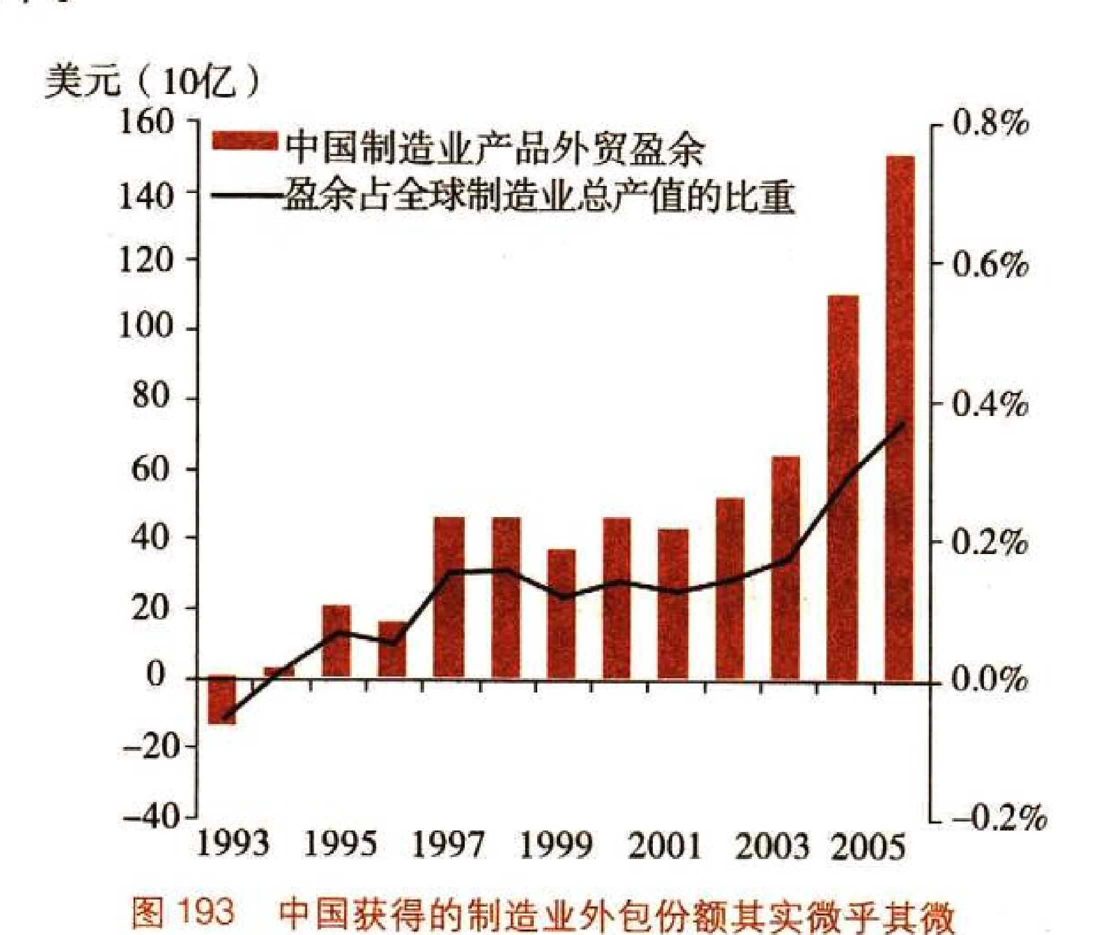


图193　中国获得的制造业外包份额其实微乎其微

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

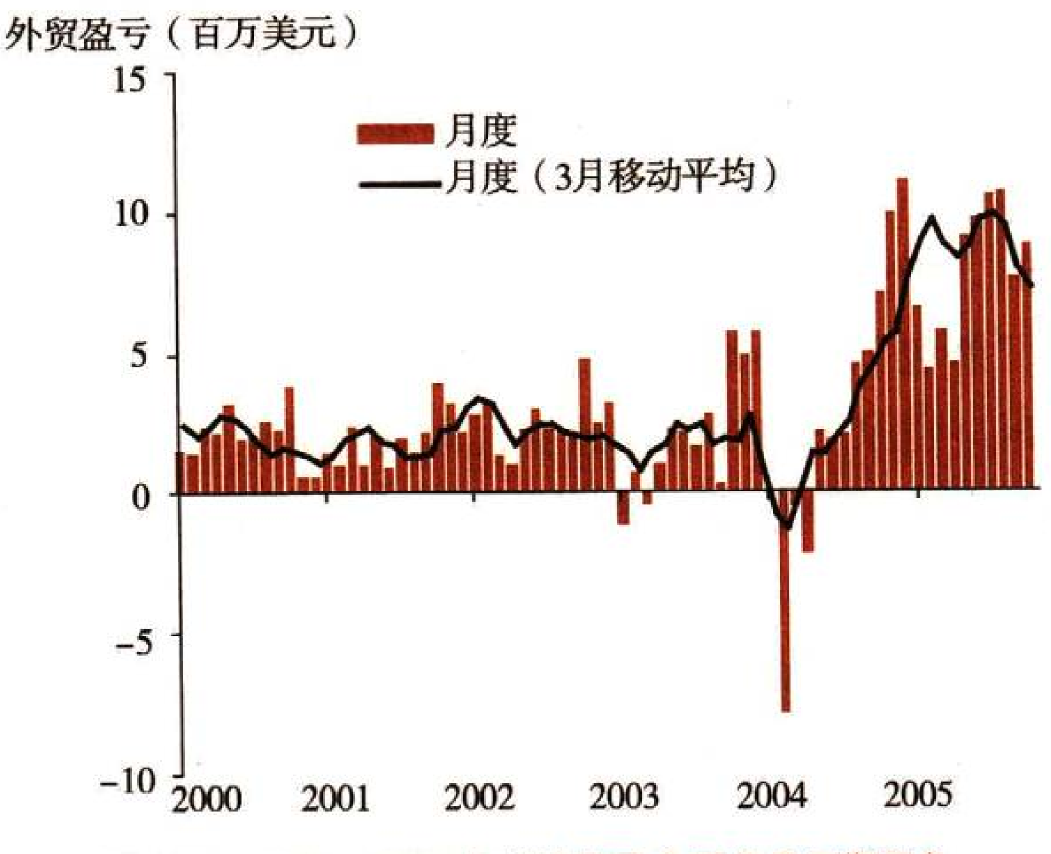


图 194　2004～2005 年的外贸盈余更多是周期现象

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

那么，中国为什么没有对全世界的制造业外包产生更大的影响？因为从整体上讲，大陆的工业产出的巨大增长总是伴随着国内购买力的同等规模的扩张。尽管工业出口也在增加，但工业产品的进口也没有落后。中国并不会成为“全球的制造业中心”，而是会成为“立足本国市场的制造业中心”——这是完全不同的两回事。

（三）中国不会买光全世界的资产

还记得 20 世纪 80 年代末的情形吗？当时，来自日本、韩国和台湾的投资者似乎会永无休止地买下美国的房地产、股票和债券。学术界、主流媒体乃至好莱坞都充斥着对“亚洲威胁”的担心，东方的新贵们是如此强大，看起来将控制全世界的财富。

现在轮到中国了。自 2004 年初以来，中国人民银行已经购买了价值超过 4 000 亿美元的外国资产，使中国大陆成为继日本之后的美国国债的第二大外国持有人。美国的经济和金融市场是否面临着被中国人控制的危险？

我们需要仔细分析有关的数字，根据国际收支平衡表，在过去的 1994～2004 年，亚洲国家一共购买了价值 2.3 万亿美元的外国证券资产，目前持有的总额达到了 3.7 万亿美元（参见图 195）。这是个令人激动的数字。但是仔细看，中国大陆在这个总额中只占有 7 000 亿美元，一个不算太大的比例。

还有，尽管从表面上看，2.3万亿美元的资产是相当多。但相对来说，亚洲国家每年买入的资产价值只不过相当于全世界年GDP总量的1%，而中国购买的部分还不到0.2%（参见图196）。

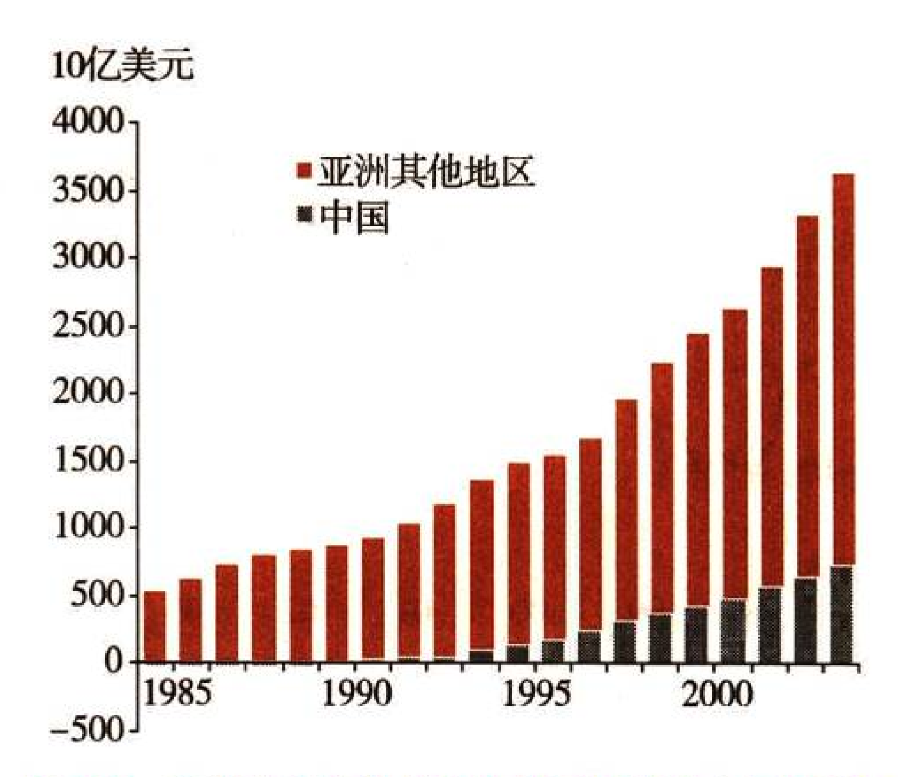


图195　亚洲各经济体持有的外国证券资产逐年增加

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

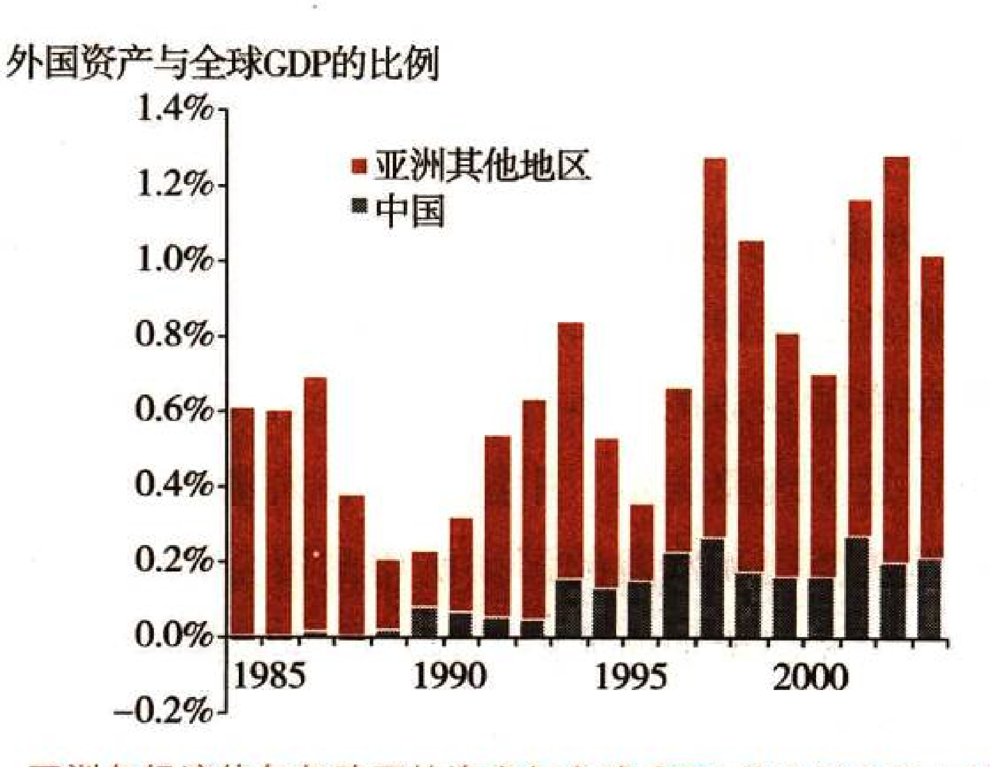


图196　亚洲各经济体每年购买的资产与全球GDP的比例实际上并不高

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

为什么这个数字这样低，而官方公布的外汇储备的数量却在飞速增长？或许让人感觉意外的是，官方外汇储备的增加并不表示中国持有的外国资产正在迅速增长，原因在于中国的外汇收支平衡表，请看图197。

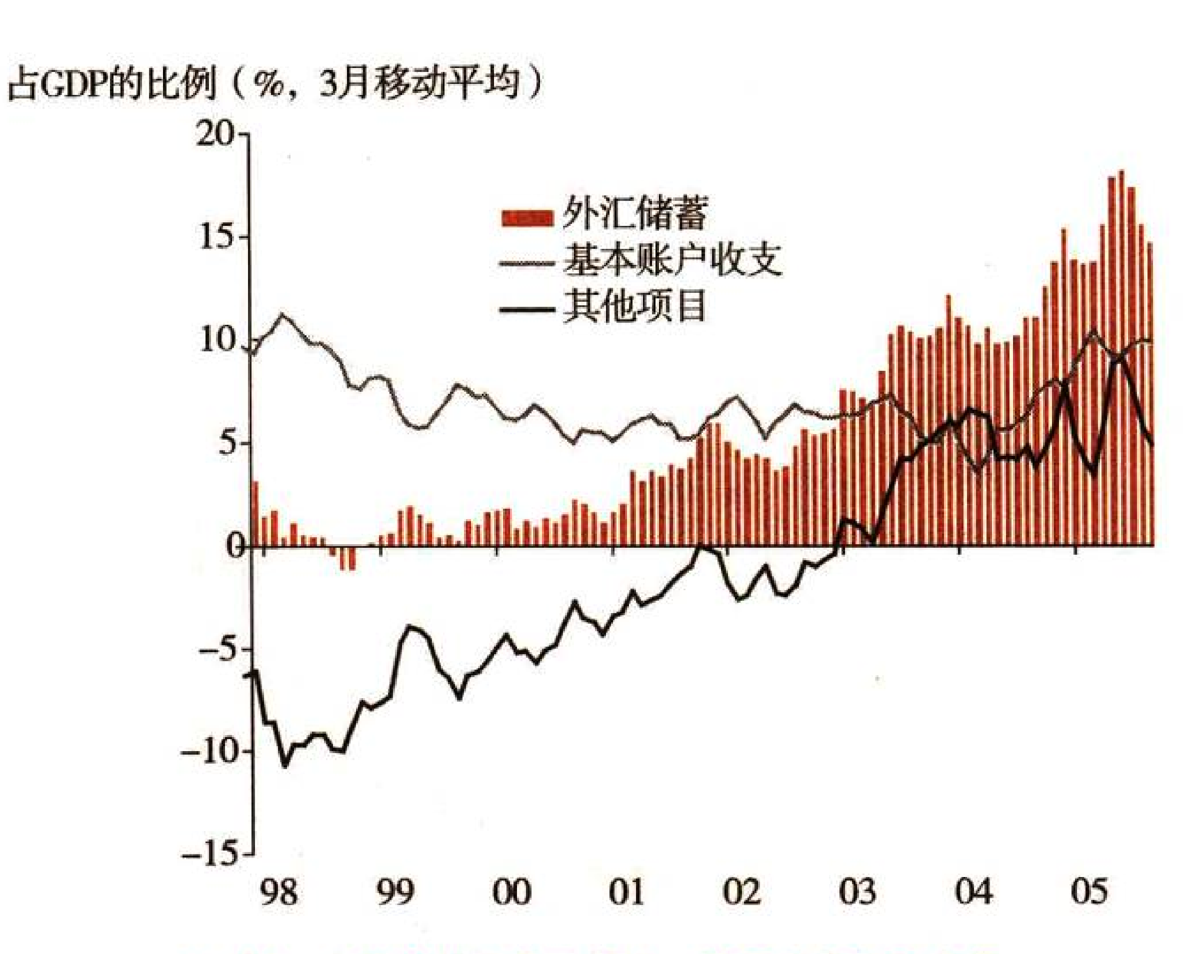


图 197　中国的外汇收支状况：基本账户相对稳定

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

从该图中，第一个值得注意的情况就是“基本”账户的收支（“basic” balance of payments，其含义是经常账户加上长期外国直接投资）在过去 10 年是相对稳定的，其盈余大约为年 GDP 的 6%，只是在最近两三年以来，该项目的余额才开始上升——我们也已经讨论过，这主要是个周期性现象，而不是结构性问题。

相反，“其他”项目（其含义是所谓的“误差和省略”）却有着剧烈的波动，从一开始的很大规模的逆差到最近几年的大量顺差。这些资本流入是从哪里来的？大多数来自于前些年中国企业的资本外流，现在出现了回流的倾向，以及大陆的银行从海外的借款。这个现象表示，中国并没有大量积累对其他国家的债权。简单地说，中央银行购买美国和欧盟的国债所用的资金很多来自于其他中国机构出售外国证券的收入，以及新增加的外国人对中国的债权。

从以下的图 198 中可以看到，自 2002 年以来，官方的外汇储备的增加部分被私人的海外资产的下降所抵消。资产总额虽然在增长，但其幅度要比外汇储备的速度慢得多。在未来，由于私人资本对中国会继续保持净流入，我们预期会保持这样的状态。

此外，还有一个极为重要的因素，即外国直接投资的流入。上面的图 195 显示的是亚洲国家对外持有的证券资产净额的变化，但是请注意，与其他亚洲经济体都不同，外国投资者对中国的直接投资却正在急速增加。一旦我们把直接投资的资产纳入到对外资产账户中，就会发现中国持有的全部外国资产的净头寸要小很多——不到 3 000 亿美元，这表明，中国在亚洲国家持有的外国资产里所占的比例很不起眼。更重要的是，中国持有的外国资产的总额近年来几乎没有什么增加。

同时，尽管中国公司对外的直接投资在迅速增长，但我们认为整体的形势在10年之内还不会有根本的改观（参见图199）①。

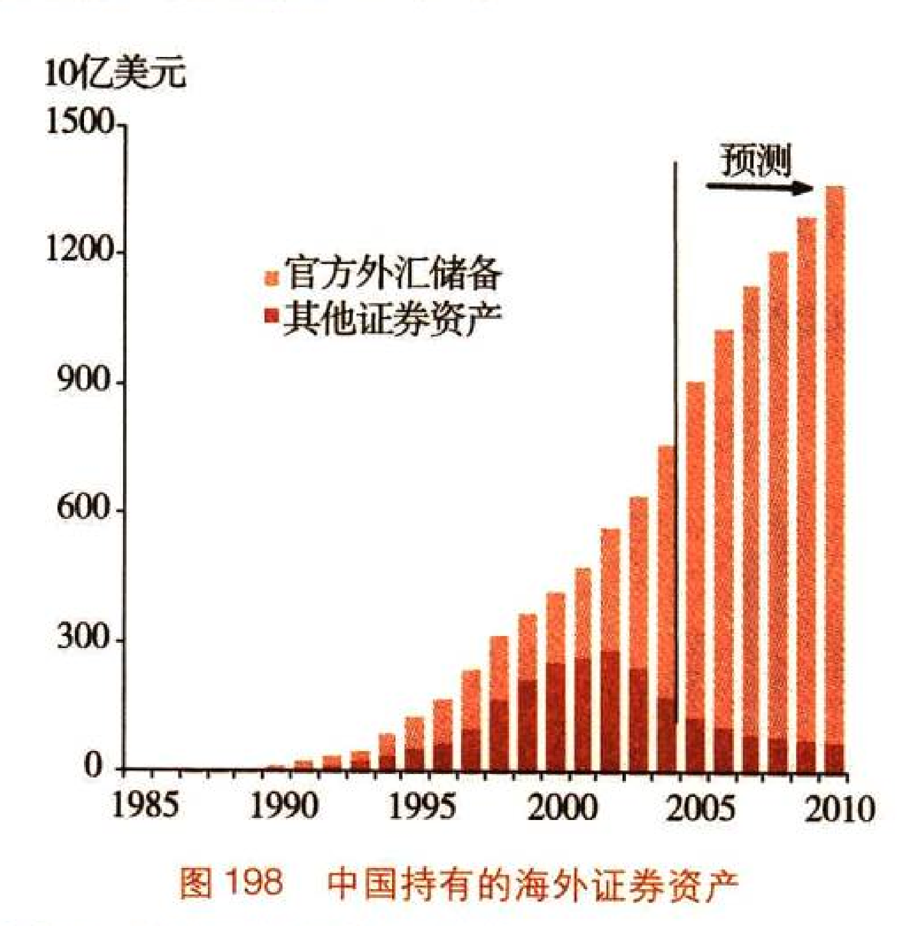


图198 中国持有的海外证券资产

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

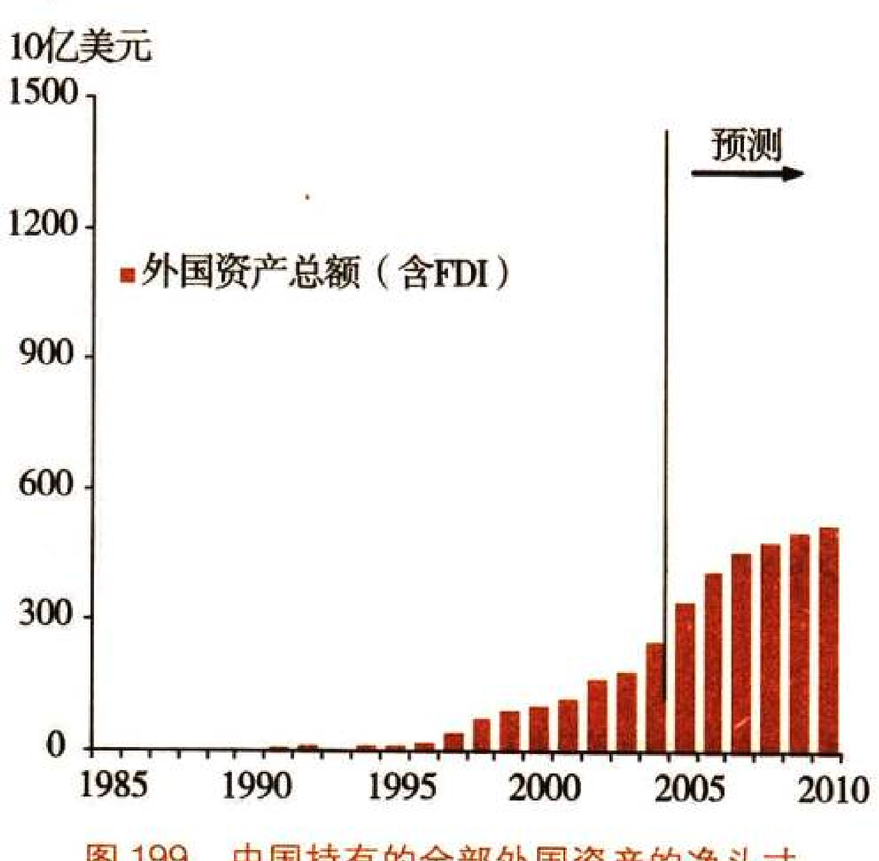


图199 中国持有的全部外国资产的净头寸

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

那么，中国不成了一个重商主义国家吗？它正在压抑国内消费和进口，以便最大限度地积累外汇资产，不是吗？这是一些西方公司对亚洲国家的老调重弹——但是数据表明，中国无惧于这种指责。要实行重商主义政策，你需要维持

① 原因在于，包含外商直接投资在内的中国净外国资产头寸应该等于经常账户盈余的累计额，而我们预计经常账户盈余在未来5年会降低。

和扩大巨额的外贸顺差，但我们已介绍过，中国大陆一直保持着进口和出口的基本平衡。

除了2004～2005年以外，中国的经常账户盈余在亚洲国家里是很小的，远远低于日本和东南亚国家的水平（参见图200）。并且，过去两年发生的情况更有可能是国内经济过热导致的例外，而非结构性的规律。

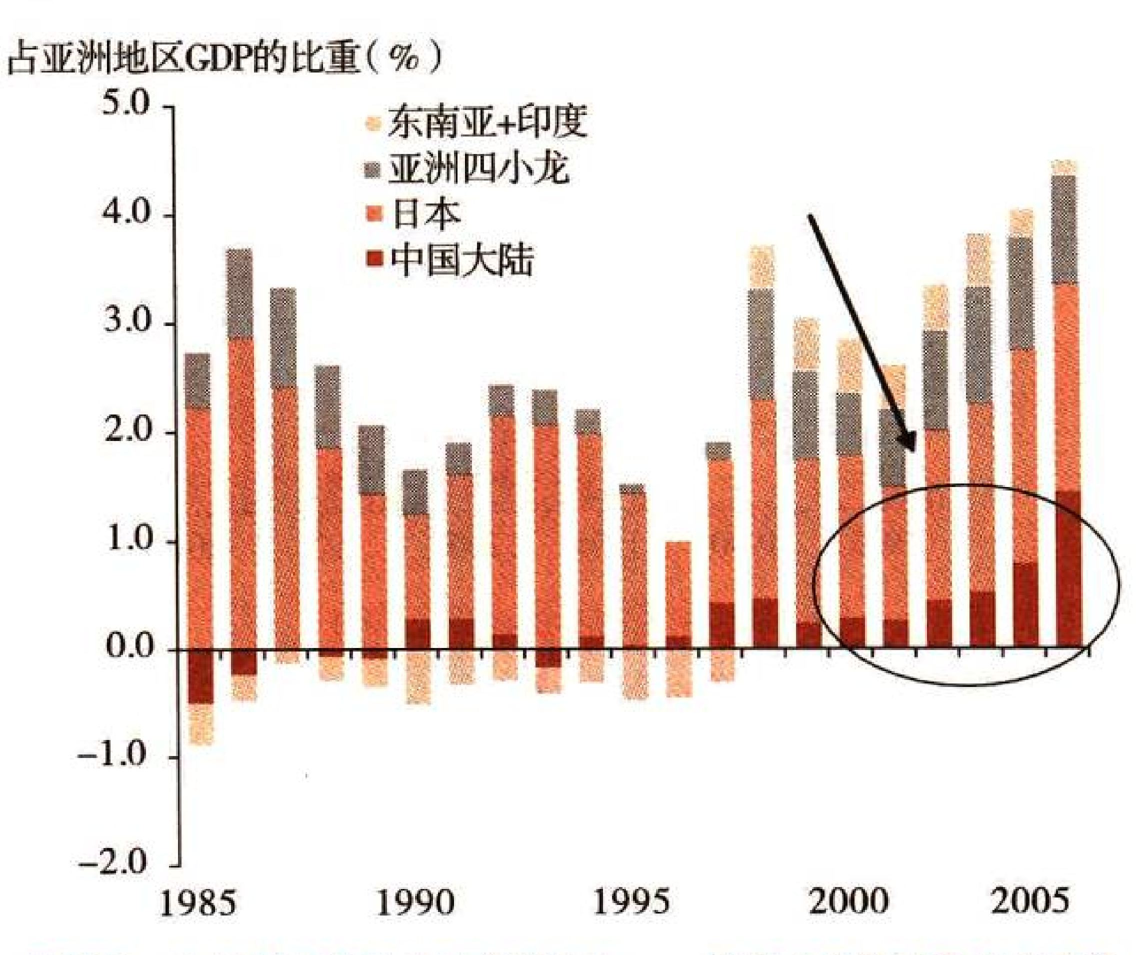


图200　中国的经常账户盈余并不大——并没有奉行重商主义政策

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

（四）人民币不会成为下一个世界货币

在亚洲各国旅行时，你会注意到人民币正越来越频繁地出现在商店和餐厅中，来自中国大陆的旅游者的数量与日俱增。2004年，有2 300万中国居民出国旅游，在过去10年，这个数字每隔2年就会翻一番。我们毫不怀疑，这样的趋势会持续下去，中国新兴的中产阶级将走出国门去看世界。然而，这并不表示投资者马上就要把手里的美元和欧元资产换成人民币了。

其实，为时尚早。为什么？因为要成为世界货币有两个主要的先决条件：自由和完全的可兑换性，以及国内资本市场的深入发展。中国目前一个也不具备。而且从现有的趋势来看，情况不会很快得到改观。

首先，资本账户下的中国货币是不可自由兑换的。人民币可以在贸易交往中兑换，对外国直接投资也可以有限度的兑换，但在几乎所有的证券资本交易中都

被禁止。请看图201，它显示了我们所测算的亚洲各经济体对资本账户的管制程度①。10分表示该经济体完全禁止对外资本流动，而1分表示证券投资基金可以随意进出。

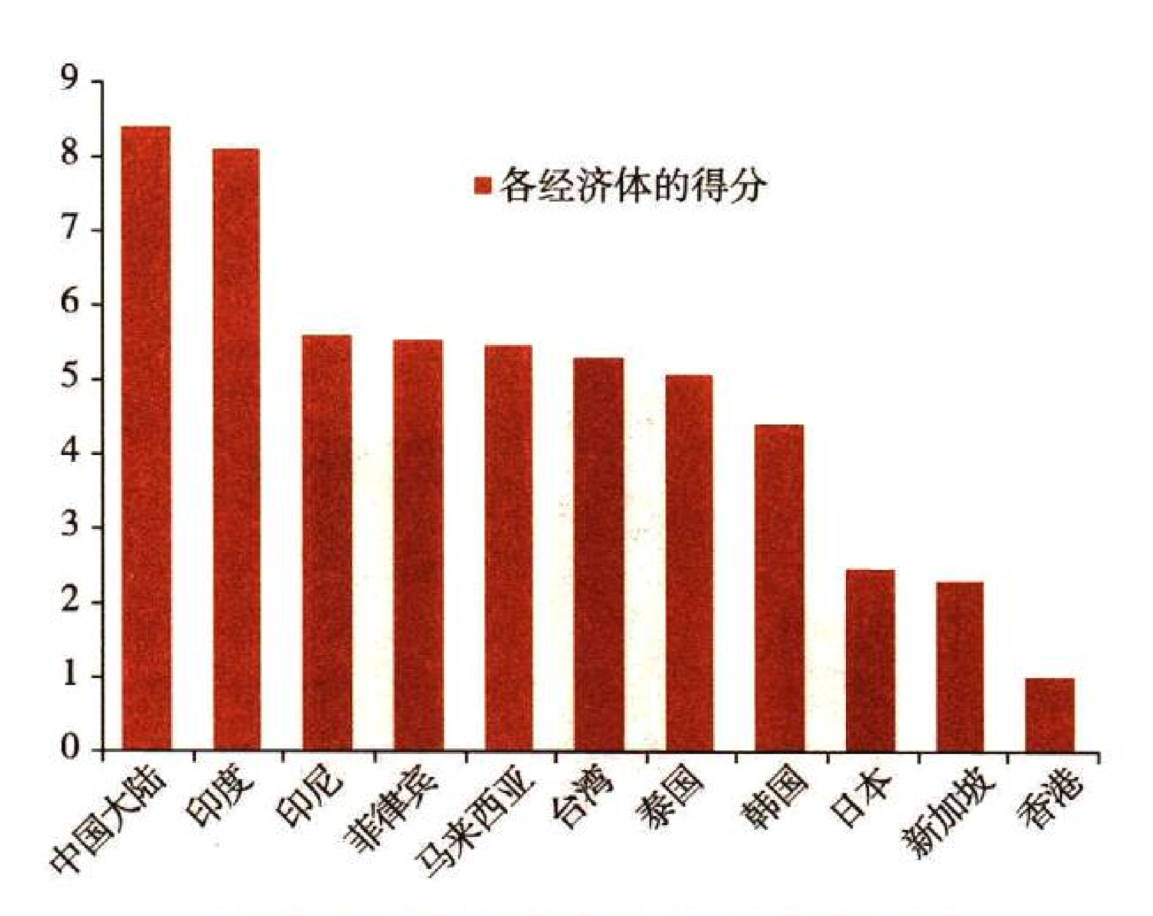


图201　亚洲各经济体对资本账户的管制程度

资料来源：中国经济信息中心、IMF、瑞银证券研究部的估算。

这个图里有三个有趣的事实：首先，根据我们的测算，中国大陆是该地区中管制最严格的国家，程度远超过邻近地区；其次，如预想的那样，亚洲最发达的几个经济体（日本、香港和新加坡）有着最自由的资本账户管理体制；第三，尽管经历了几十年的全球化过程，亚洲的中低收入“开放”经济体在资本账户方面还是很不够开放的，几乎每个经济体都保留着这样或那样的资本管制。

对于中国而言，这意味着如果要借鉴邻近地区的发展经验，那么在未来20年之内，追求货币的完全可兑换并不是理想的目标。实际上，对大陆的政策的仔细分析也表明，在过去10年只有最小限度的资本账户自由化，而目前的计划也没有加速的迹象：只涉及到对出口外汇返还要求的放宽、更大规模的对外直接投资，或许还有小规模的证券投资基金窗口等。还有，根据我们一贯的看法，在改革和改善国有银行体系之前，中国的决策当局并没有积极采取放任政策的动力。简而言之，人民币的改革应该是个更长期的过程。

再转向国内资本市场，你会发现，经济的迅速增长并没有伴随着金融市场的同步发展。绝大多数私人金融资产都掌握在银行手中。到2003年底，股票和债券

① 图中的指数反映了两种资本流动限制：第一是对资本账户交易的法律障碍的数量，具体定义参见*IMF Exchange Arrangements and Restrictions Yearbook*；第二是过去实际发生的资本进出的规模和变动幅度。

市场的总值只有6 000亿美元，甚至比香港还小，只及日本、欧盟和美国金融市场的零头（参见图202）。当然，大陆的金融市场迟早会成长起来，但我们以为20年的时间还不足以显著缩小目前的差距。

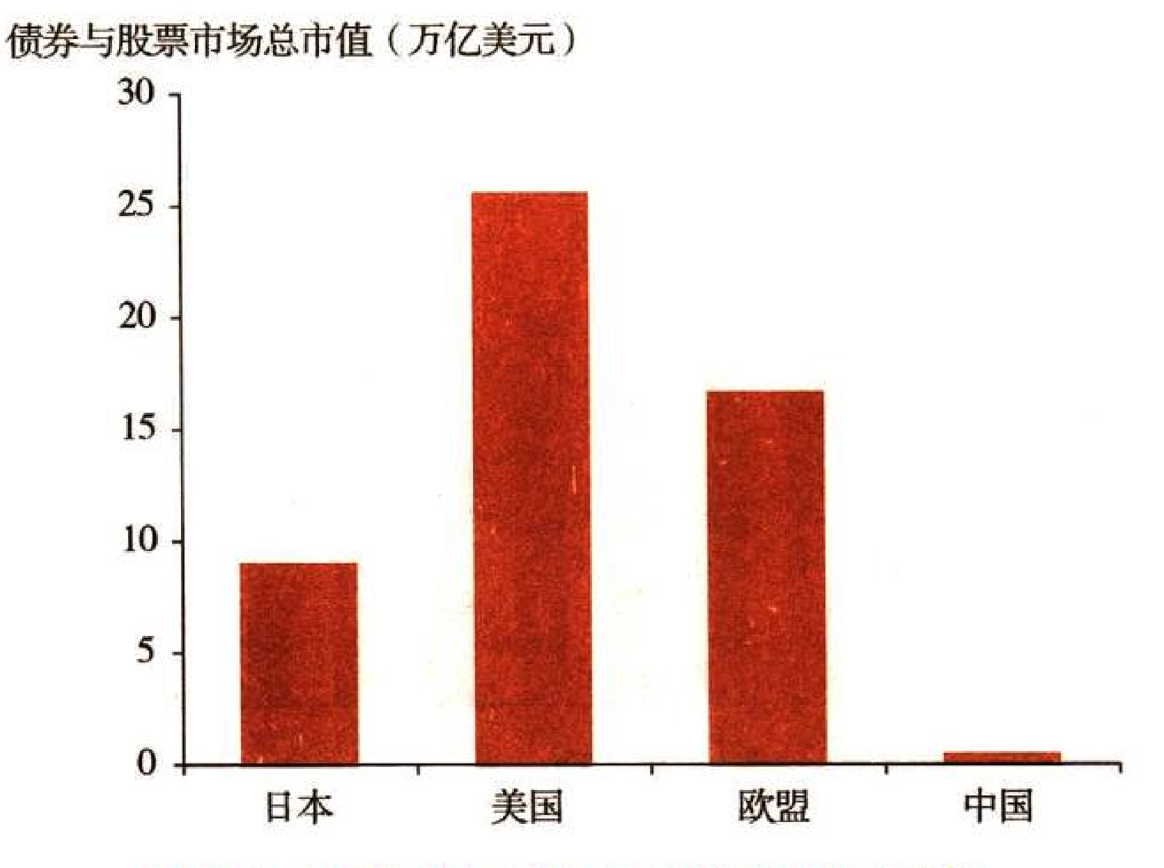


图202　中国的资本市场还处在很初级的发展阶段

资料来源：中国经济信息中心、Datastream、瑞银证券研究部的估算。

（五）中国不会成为世界市场上通货紧缩的输出源头

随着中国不断扩大自己在低端产品市场上的份额，并开始在中级产品方面显示出竞争力，有许多评论家指出，大陆的厂商正在迫使商品价格无限度的下降，并将把发达国家推入通货紧缩的漩涡。

这种来自中国的“通货紧缩威胁论”真正存在吗？表面上的确如此，评论家们是有事实依据的。从1994年开始，大陆就进入反通货膨胀（disinflation，其含义是通货膨胀率的下降）时期，目的是要把高达25%的高通胀率控制下来。其结果是，消费物价指数在1997~2003年之间持续出现下跌（参见图203），香港的进口产品价格指数也反映了这个情况：中国输出的商品的美元价格从1997年之后开始下跌（参见图204）。

因此，中国显然推动了世界市场的通货紧缩。但我们要指出，这种威胁被过分夸大了——实际上，中国未来更有可能成为世界经济中输出通货膨胀的因素，原因有如下三个方面：

首先，中国自身已经摆脱了通货紧缩，从以上的两张图中可以看到，在持续

下跌了7年之后，无论是用国内消费价格指数还是出口产品价格指数来计算，从2003年初开始，通货膨胀已经出现，而且有所加速。

显然，最近的价格上涨主要是因为食品和能源。如图203所示，“核心”通胀率还比较低，我们预期未来1年左右还将有所下降。

但同时，我们相信中国不会再重现20世纪90年代后期的价格持续下跌，原因很简单：过去7年的通货紧缩是一个周期性的现象，而不是结构性的长期趋势。大陆经济在90年代上半期出现过严重的泡沫，随后发生了“硬着陆”，结果是出现了大量的产能过剩、利润率下滑和企业存货的大幅度增加，给商品价格带来了极大的下跌压力。

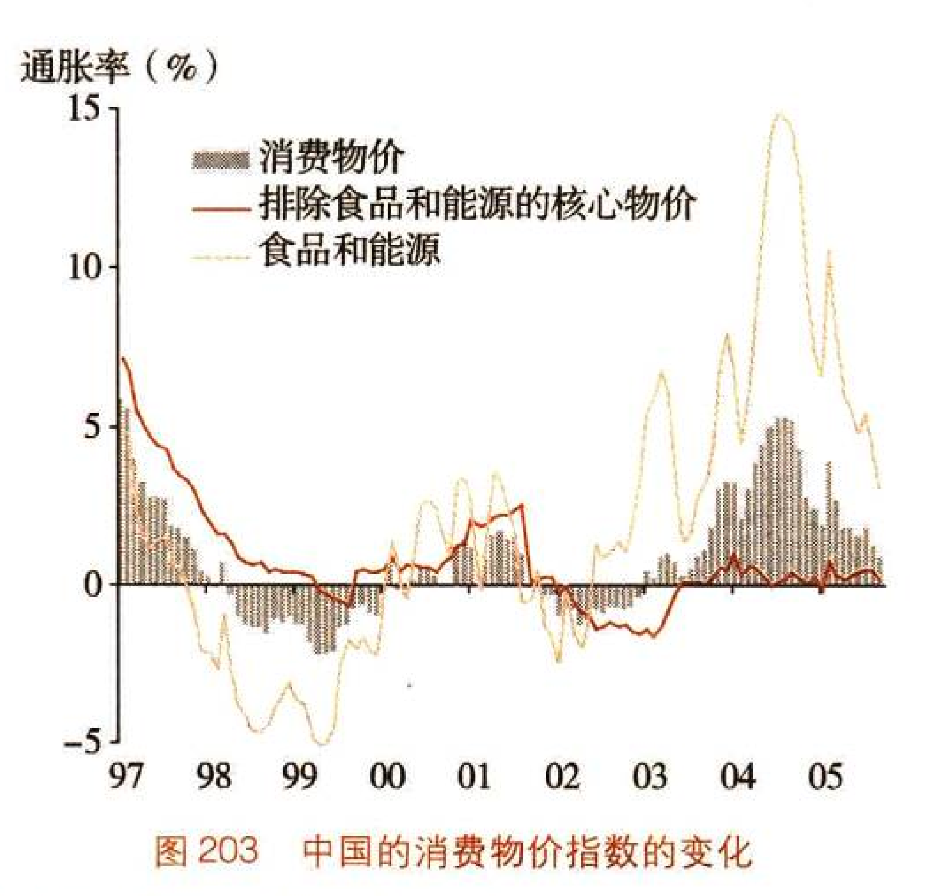


图203　中国的消费物价指数的变化

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

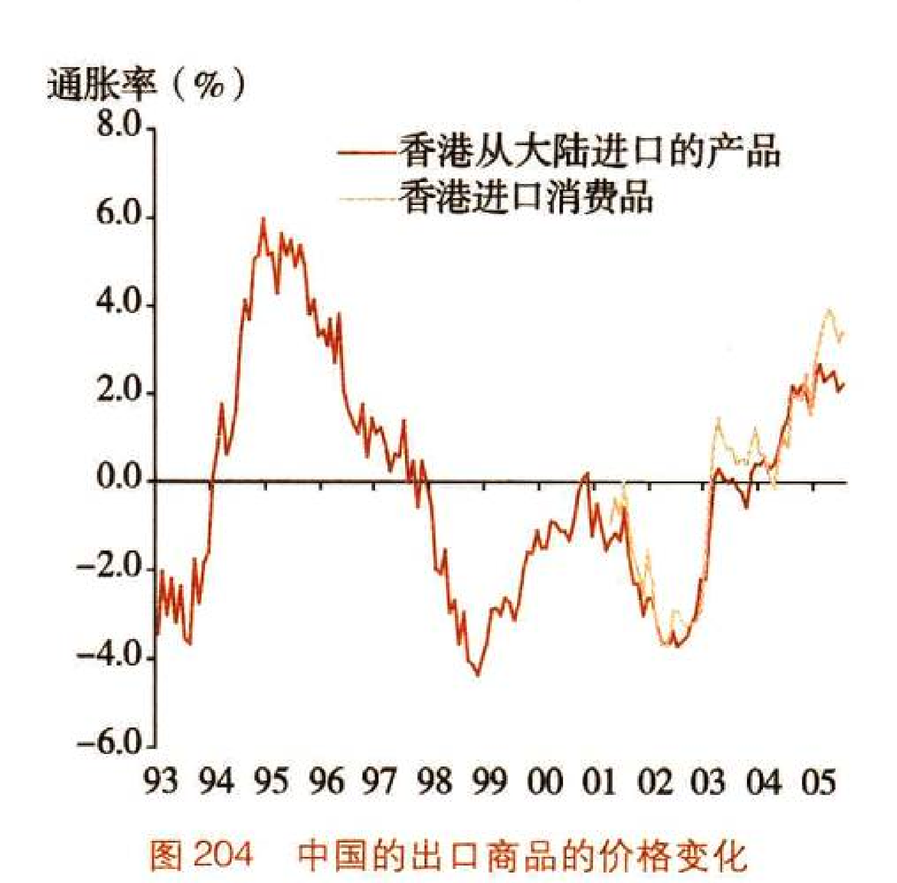


图204　中国的出口商品的价格变化

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

相反，过去几年却是一个供给整合与需求回升的时期——这意味着价格开始回升。尽管中国已经又一次遭遇了投资过热和随之而来的政策调整，但企业利润率和存货水平的表现与10年前相比却有很大不同。其结果是，我们将不会看到通货紧缩状况的重现，相反，我们预测未来5年平均的通货膨胀率将保持在2%左右的水平。

其次，中国的通货紧缩对世界其他地区的影响其实非常小。图205显示了美国和日本的轻工业产品的进口价格指数，平均来说，过去10年里每年下降了1%左右——看起来已经不小了，但是仔细分析却有更深刻的内容。图206显示了美国市场上进口产品价格和国内消费物价指数的相关关系，两个序列方法非常接近……



图205　美国和日本的进口产品价格指数

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

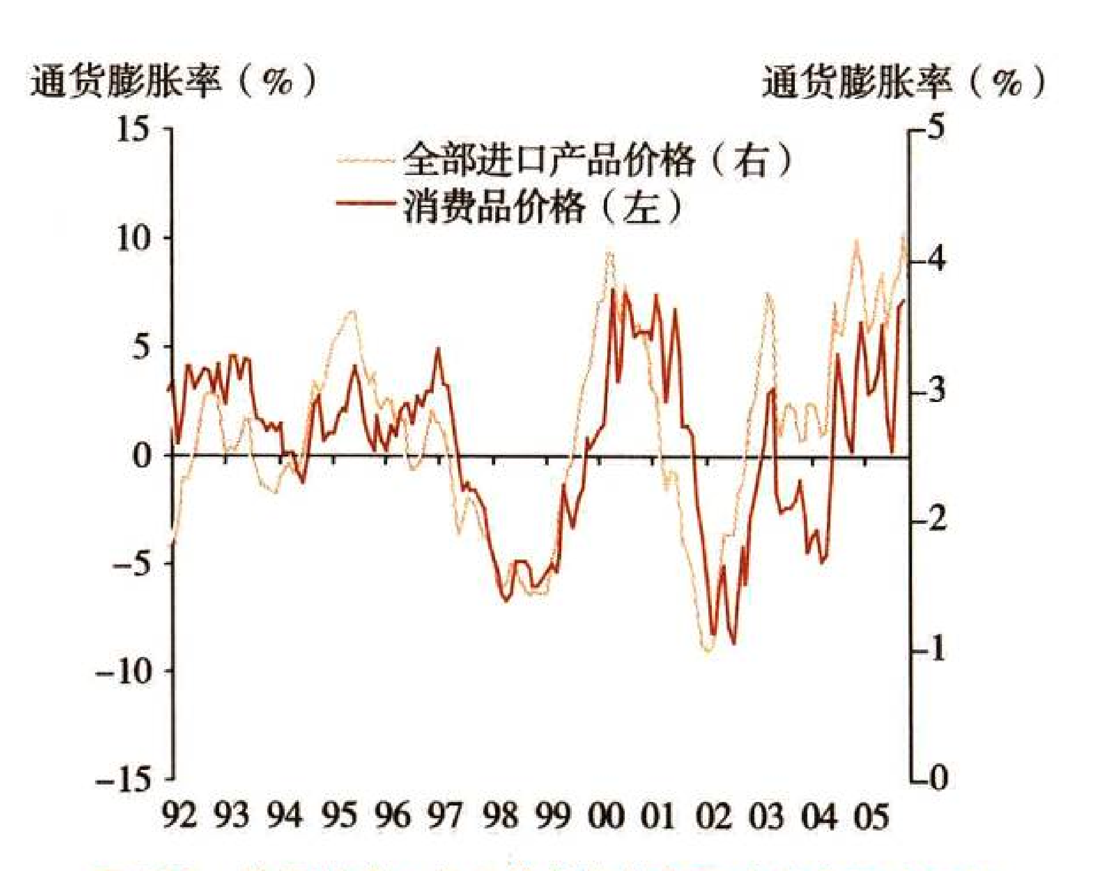


图206　美国的进口产品价格指数与国内消费物价指数

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

但实际上进口产品价格对国内消费物价指数的影响却大致需要除以6（这大体上也反映出，总进口额只占美国GDP的13%）。此外，这里采用的数据还是全部进口商品的价格指数，包括了波动幅度很大的能源和原材料。所以结论是，进口轻工业产品的1%的价格下跌只能让美国的消费物价指数最多下降0.2个百分点。根本说不上是多大的冲击。

还有，在这里面有多少应该归咎于中国？请注意，大陆的出口集中在低端的制造业，而不是信息技术或电子产品——而后者在美国的进口商品中占了很大比重。如果我们注意主要的电子产品出口地区，例如韩国和台湾，那会发现它们的出口商品的美元价格的下降速度要比中国大陆的产品快得多（参见图207）。

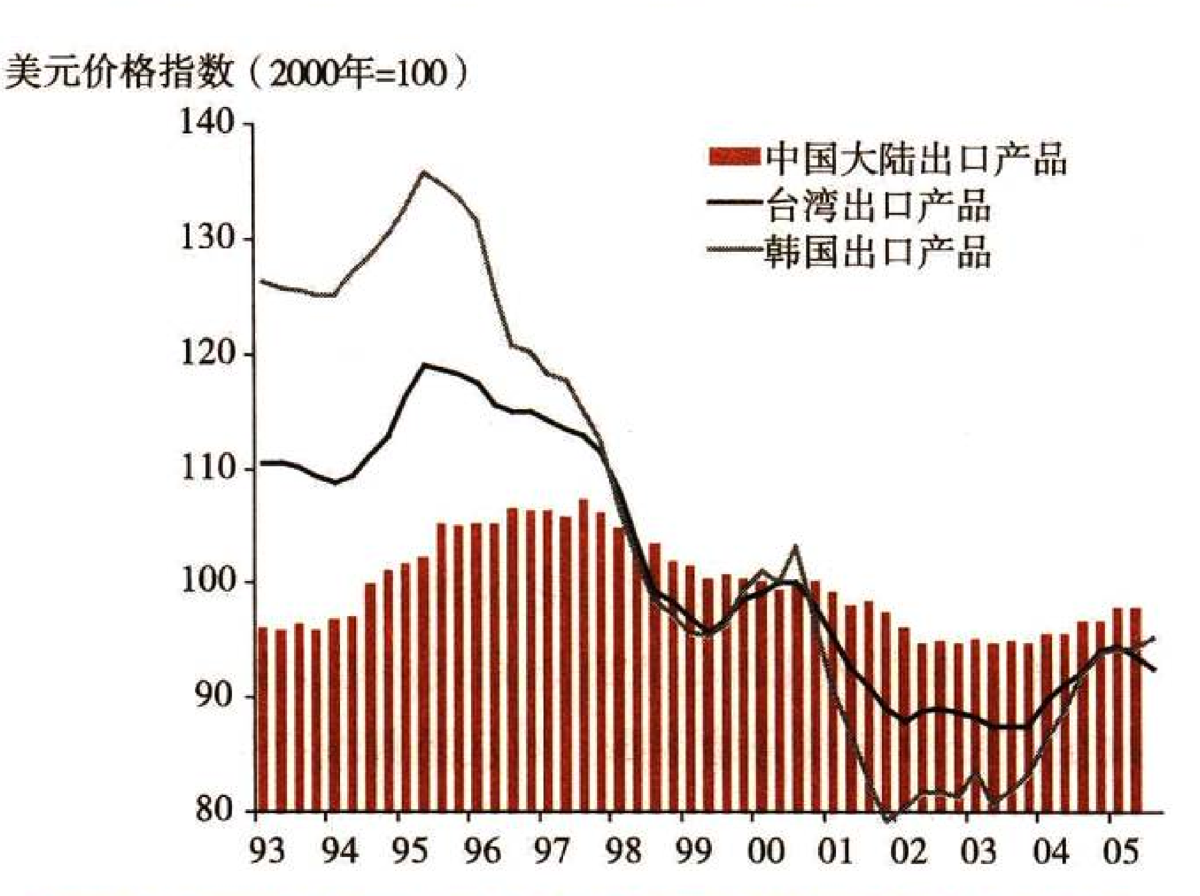


图207 韩国和台湾的出口产品的价格下降幅度远远超过中国大陆

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

第三，也是最重要的一点是，如果只看到大陆的出口价格变化，则迷失了更主要的图景。人们没有注意到的那部分表明，中国很有可能将成为世界经济中显著的输出通货膨胀的力量。原因何在？我们在第二章里介绍过，经济学理论表明，一个快速崛起的经济体，有着庞大的人口而相对稀缺的土地和资本，将会向原材料资源丰富或高端产业的国家出口劳动力密集型产品，并带来这类产品价格的相对下降。

但是，这里的关键是“相对”的价格下降，而不是绝对的调整。它可以通过以下两种途径之一来发生：或者是低端产品价格的绝对下跌，或者是原材料和资本密集型产品价格的上升。在过去几年，世界市场上的价格走势显然从第一种轨道滑到了第二种上面：低端产品的价格已不再下降了，而原材料和资本密集型产品的价格则迅速上涨（参见图208）。在未来20年里，我们认为随着中国对这些产品的胃口的加大，目前的趋势仍将继续。



图 208　世界市场上大宗商品的价格指数近年来迅速提高

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

对了，还有最后一个我们认为大陆的通货膨胀将加速的理由：人口结构。在1990年，中国战后出现的“婴儿潮”中最后的一批人正在进入劳动力大军，因此在过去10年里，制造业的劳动力供给达到了最高水平。然而，20世纪70年代开始推行的独生子女政策的影响极其深远，它首先会导致未来几十年中国的总人口增长明显减速，还有，相当大比例的人将达到或接近退休年龄。这表示，40岁以下的劳动力总数在未来10年将开始下降。而且随着城市化的推进和农业用地供给的萎缩，食品价格将有所上涨，加上劳动力供给的紧缩，非熟练劳动力的工资肯定会出现提升。因此，与人们的直觉相反，中国更有可能成为世界市场上通货膨胀、而不是通货紧缩的输出力量。

（六）中国不会把其他发展中国家边缘化

在本章讨论的所有话题中，这个问题应该是最困难的，也值得用更长的篇幅来详细阐述，为什么呢？因为无论是在理论上还是在实践中，中国在世界经济中的重新加入和崛起对于其直接竞争对手带来的挑战乃是比较复杂的。

先看看基本的事实，以上的图186显示了，当一个相对贫穷的大国（例如中国）开放自己的市场之后，世界其他地区在理论上所要受到的影响。其基本方向是，资本密集型和资源密集型产品的价格将被提升，而劳动力密集型产品的价格将相对下降。

假如是这样，学习过国际贸易理论的人很自然会产生有关的联想（即所谓“斯托帕—萨缪尔森效应”，Stolper－Samuelson effect）：这个过程将导致资本回报率提高……同时压低劳动力的价格。谁会因此受到伤害？并不是发达国家，我们在前面已经指出，处在高附加价值产业的员工受到的影响不大。然而，其他中低收入的发展中国家的非熟练劳动力却要因此受到实实在在的负面影响——因为这些国家的低收入劳动力与中国的工人或多或少是在直接争夺出口产品市场。

于是，关键的问题出来了：如果我们承认，中国的发展将给其他发展中国家带来竞争挑战，那么实际的影响究竟会有多大？

作为竞争者的中国——回顾

到目前为止，这个影响并不明显。首先请看如下的图 209，它显示了世界各经济体在美国进口产品市场中所占的相对比例。其中，中国所占的部分从 15 年之前的 4% 迅速提高到了今天的 15%。这看起来非常可怕，有将近 4 倍的增幅……然而，其他发展中国家因此受到损害了吗？恐怕让你没有想到的是，中国以外的其他发展中国家在美国进口市场上所占的份额也提高了，从 26% 上升至 33%①。何况，在份额提高的同时，蛋糕的总量还在不断扩大，就在这个期间，美国进口商品的总值已经从 4 500 亿美元剧增至 12 500 亿美元。显而易见，尽管中国经济在迅速崛起，它的邻居们同样过得不错。



图 209　中国与其他发展中国家所占的出口份额都有增加

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

① 在图 209 和图 210 中，我们没有把石油输出国组织（OPEC）的国家包括进来。原因在于这里分析的主要是中国大陆与其他国家在制造业方面的竞争态势。

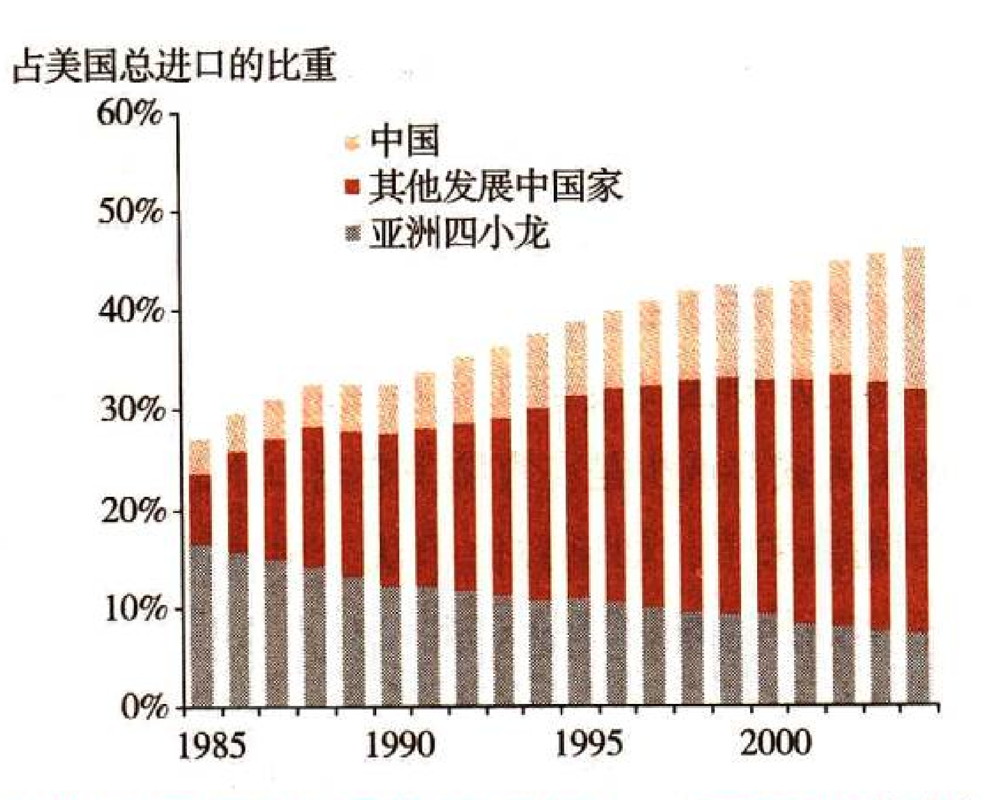


图 210　其他低收入国家所占的出口份额明显增加——亚洲四小龙的份额转移给中国

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

不过，与那些人均收入在 10 000 美元左右的中等收入国家相比，需要与中国迎头竞争的低收入国家受到的冲击是否更大？这样的负面影响是否比对发展中国家总体上的影响更为明显？

完全相反，如果我们把收入比较高的亚洲新兴经济体与其他发展中国家的统计分开（参见图 210），就会发现，低收入国家在美国进口市场上的表现其实更加优异，而人均收入水平比较高的亚洲新兴工业化经济体所占的份额却出现了急剧下降。

实际上，从图 210 中，人们或许容易认为，中国的崛起给亚洲的中高收入经济体带来的危害最大。特别是，它们所损失的份额差不多正好是中国所增加的部分。

但这样的对比结论其实也是错的，因为只看美国市场上的占有率变化，并不能给我们提供国际贸易发展的全貌。图 211 显示，亚洲四小龙这样的经济体在终端消费品市场上的份额确实被低收入邻国夺取了，但是它们的全部进出口贸易的增长率却比东南亚国家略高一些。

要搞清楚其中的奥秘，我们需要回顾一下，像韩国和台湾这样的经济体在过去 15 年经历了非常剧烈的产业结构调整，从劳动力密集型的轻工业过渡到拥有更高附加价值的产业部门，例如重工业和高端的电子工业。在此过程中，它们把许多加工组装产业转移到了中国大陆这样的成本更低的地方。其结果是，尽管亚洲四小龙在终端产品市场上的份额可能出现了迅速下降，但在中国大陆向美国和其他市场的出口中，却有相当大的比例实际上是来自于从四小龙输入的产品的再出口。

图 211 还反映着一个有趣的事情，在多年的增长率指标上，中国在过去 20 年

里显然远远超过了其他经济体，然而，领先的优势在整个期间里却不是持续的。实际上，在过去15年的大多数时候，中国和亚洲其他地区的外贸增长率大体相当——只有两个关键时期是例外，一个是1997~1998年，一个是从2002年之后。

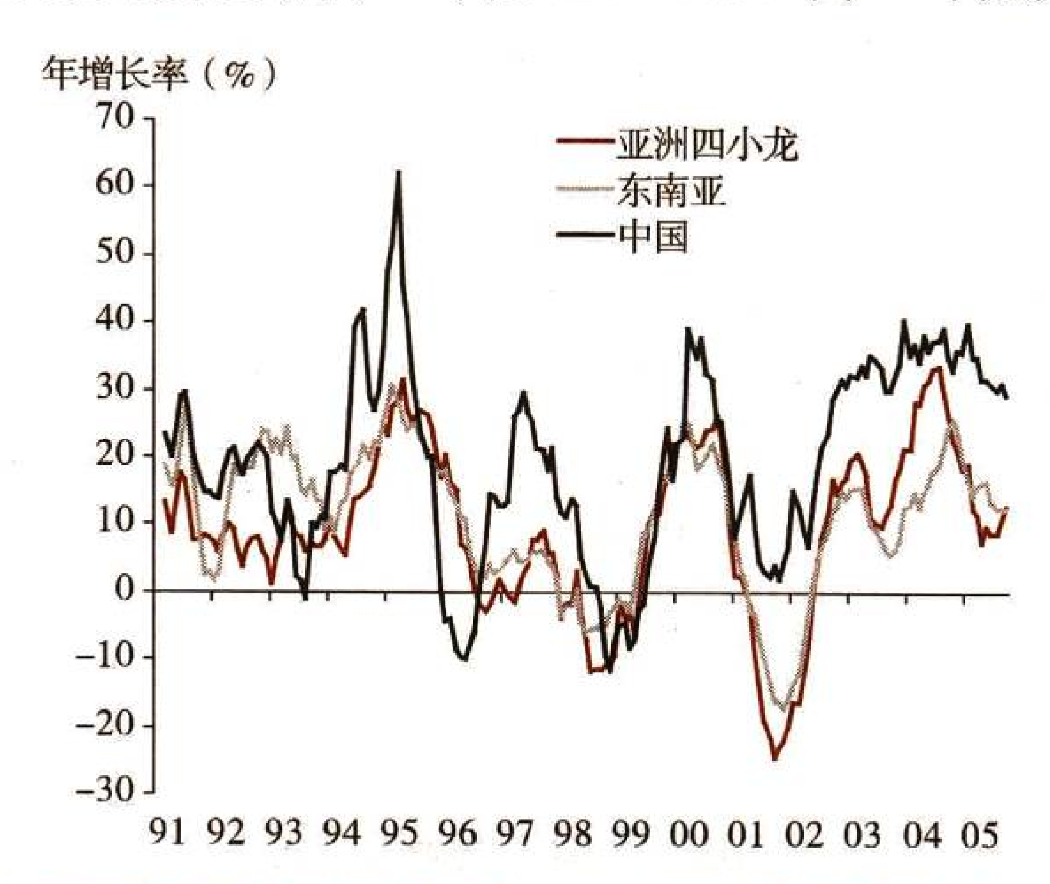


图211　亚洲各经济体的出口增长率——四小龙的表现好于其他东南亚国家

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

那么这两个时期有什么不同吗？其实，它们分别是亚洲金融危机爆发的时候，以及全球信息产业泡沫崩溃的时候①。或者说，中国之所以表现更加出色，乃是因为它在亚洲经济下滑的两个关键时期没有出现崩溃——现在回顾起来，这并不值得特别惊讶。

首先，由于资本账户的相对封闭，中国没有受到亚洲金融危机的传染；其次，信息产业泡沫的崩溃所影响的主要是资本密集型产品，特别是电子产品，而中国的国际贸易分工特别专注于轻工业制造；第三，在这两个时期，亚洲其他经济体的货币对美元的汇率都有显著贬值，而人民币却基本保持了稳定，也就是说，即使其他地区的实际贸易量有所增长，它们的美元贸易额仍然可能下降。

这里请大家注意一下。的确，其他亚洲经济体也保持了相对旺盛的贸易增长率，但这是不是以痛苦的大幅度汇率贬值为代价取得的（而且还不只是亚洲，还有墨西哥、俄罗斯、巴西和阿根廷）？中国的崛起是否将逼迫其他竞争对手不断地依靠货币贬值、降低以美元计算的生活水平来维持自己的地位？

这是个很有趣的论点——但同样没有深入的支持。世界各地的发展中国家之所以出现危机，是由一系列原因导致的，绝大多数严肃的分析都把重点集中在这

① 还有，在过去两年以来，大陆的出口表现又一次超越了邻近经济体。主要原因是随着国内需求的收紧，进口的增长速度降低。但是与前两个时期相似，这依然会是暂时的现象。

些国家的内部因素上面：政府财政的过分扩张、金融监管不力、货币政策与汇率政策的不协调等。还有，在多数情况下，大幅度的货币贬值之后会出现明显的升值。例如在亚洲金融危机期间，许多地方的汇率可能急剧下降了35%甚至更多，但是目前，除日本之外的亚洲地区的货币汇率在总体上只比20世纪90上半期的平均水平贬值了8%左右。在其他发展中国家，同样也没有出现长期性、结构性的货币贬值压力。

最后一点，低收入国家所面临的“中国威胁”将逐渐淡化。原因正是我们在上一节里所总结的：如果大陆经济受到内部工资成本提高的压力而趋于通货膨胀，那对其他发展中国家的制造商将是有利的。的确，从前面的图188中我们可以看到，劳动力密集型产品的出口在中国的整个GDP里所占比重的增长速度已经减慢了。在未来10年，我们预计中国将逐渐从玩具、纺织品、运动商品和家用电器领域撤出，这方面的份额将出现下降。

中国经济增长的真正启示

这怎么可能呢？世界上有那么多人正着急赶到中国去呢！请看图212里所反映的外国直接投资的数据，在信息产业处于低潮的时期，亚洲其他地区的净投资流入已经降低到了接近0的水平，而涌入中国大陆的资本却从每个月35亿美元跃升到了50亿美元。中国正在从周围的低收入国家那里抢夺更多的资源，这难道还有什么异议吗？

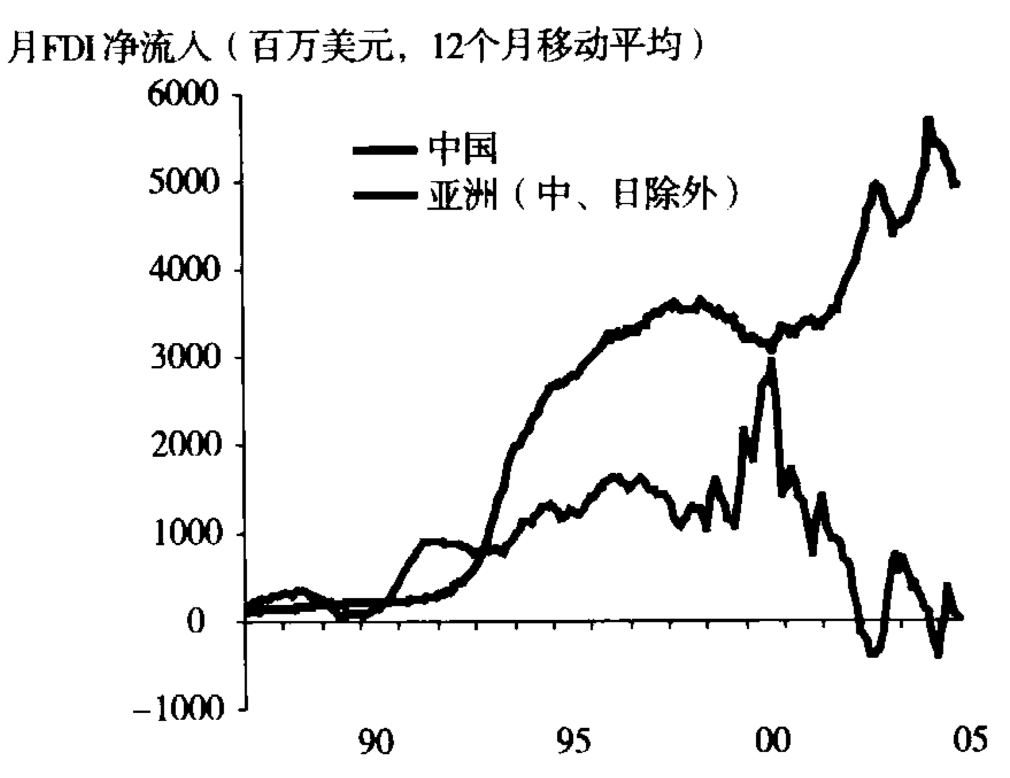


图212　亚洲主要经济体吸引的外国直接投资——中国的表现尤其优异

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

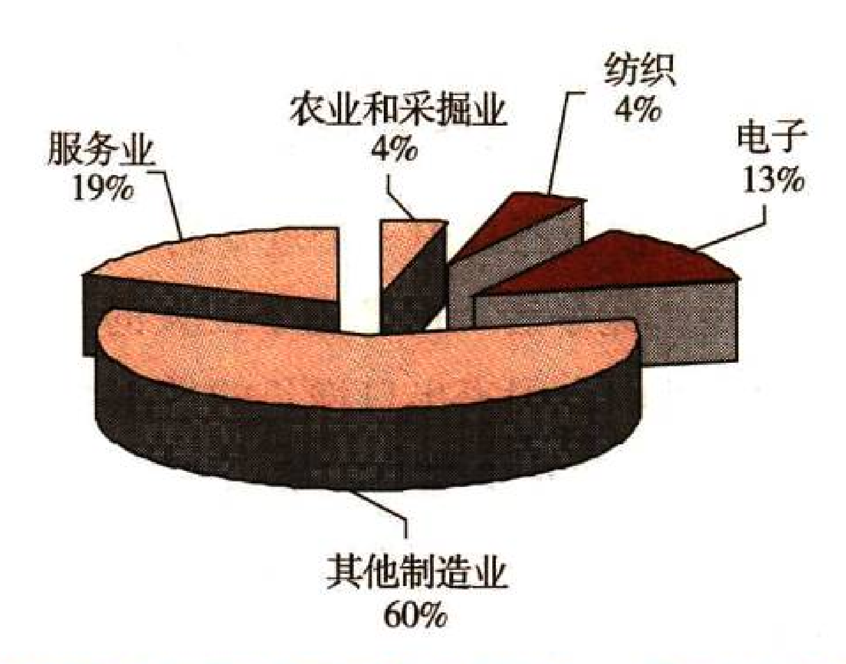


图 213 中国吸收的外国直接投资的产业分布——75% 以上瞄准国内市场

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

中国吸引了前所未有的巨额外国直接投资，这毫无疑问。然而，在给其他国家敲响警钟之前，我们需要研究一下这些资金都去向哪里了。图 213 显示了 2004 年的外资流向的部门结构，其中只有 17% 进入出口导向型的纺织业和电子工业（它们合计起来占中国制造业产品出口总量的 2/3），其余进入的则是其他制造业（其中许多是重工业）以及服务业部门。再根据其他类型的出口产品进行调整之后，我们估计，最多有 25% 的外国直接投资是用在出口导向型的生产方面。

换句话说，至少有 75% 的外国投资的目标是中国的国内市场，它们在当地生产产品和服务，出售给大陆的消费者，涉及到汽车、化工、房地产和零售业等。这与人们关于在华外国投资的企业层面的调查基本一致。那些调查显示，国内市场的规模、靠近供应商的便利程度、物质基础设施以及与政府机构打交道的成本等，总是投资者们最优先考虑的内容，而劳动力成本是否便宜反而落在了后面。简单地说，最吸引外国投资人的不是其他原因，而正是规模巨大、增长迅速的中国国内市场。

这种情况对亚洲其他地区有如下三点启示：

首先，涌入中国的大量外资不会威胁到其他出口导向型经济体。

其次，中国和邻近地区在争夺总量有限的投资资源的说法并不准确，因为这并非一个你死我活的“零和博弈”，流入大陆的投资其实可以扩大整个市场的规模。

第三，亚洲其他经济体也需要提高自己的竞争力——但并不是采用许多评论家们开出的药方。它们不需要无限度地让货币和工资贬值，去和中国拼成本优势，或者建立保护性的贸易壁垒，或者整个放弃出口导向型制造产业，而是应该整合该地区的市场，以便最大限度的获取规模效益，并为投资创造一个更大、更统一、更透明的国内市场环境。除非这样做，否则目前中国吸引外国投资的优势地位将不会得到逆转。

作为消费者的中国

我们以上的分析还遗漏了整个图景中一个重要的方面——更确切地说，是另外一半的画面：中国不但是个竞争者，而且是个巨大的消费者。实际情况表明，大陆经济已经成为周边的中低收入国家出口增长的最重要的发动机之一。图 214 显示，在与发达国家之间，中国总体上保持着贸易顺差，但是对日本之外的亚洲其他经济体却保持着巨额的外贸逆差，超过该地区 GDP 总量的 2%（2004 年，该地区对中国的总出口则接近 GDP 的 10%）。

中国大陆从这些地区进口的都是什么商品？与许多人的直觉相反，并不只是农产品和矿产品，它们只占中国从（日本除外的）亚洲地区进口总量的 10%（参见图 215）。主要的产品类型其实是电子产品、机械设备、化工产品、塑料和金属制品等，即使我们从样本中去掉台湾、韩国和新加坡等高收入经济体，情况也是一样。这些产品也并不都是用于加工和再出口，根据我们的估算，大陆进口货物的一半是用于国内消费，包括相当比例的机械和原材料（主要的例外是，大多数电子产品是用于再出口）。

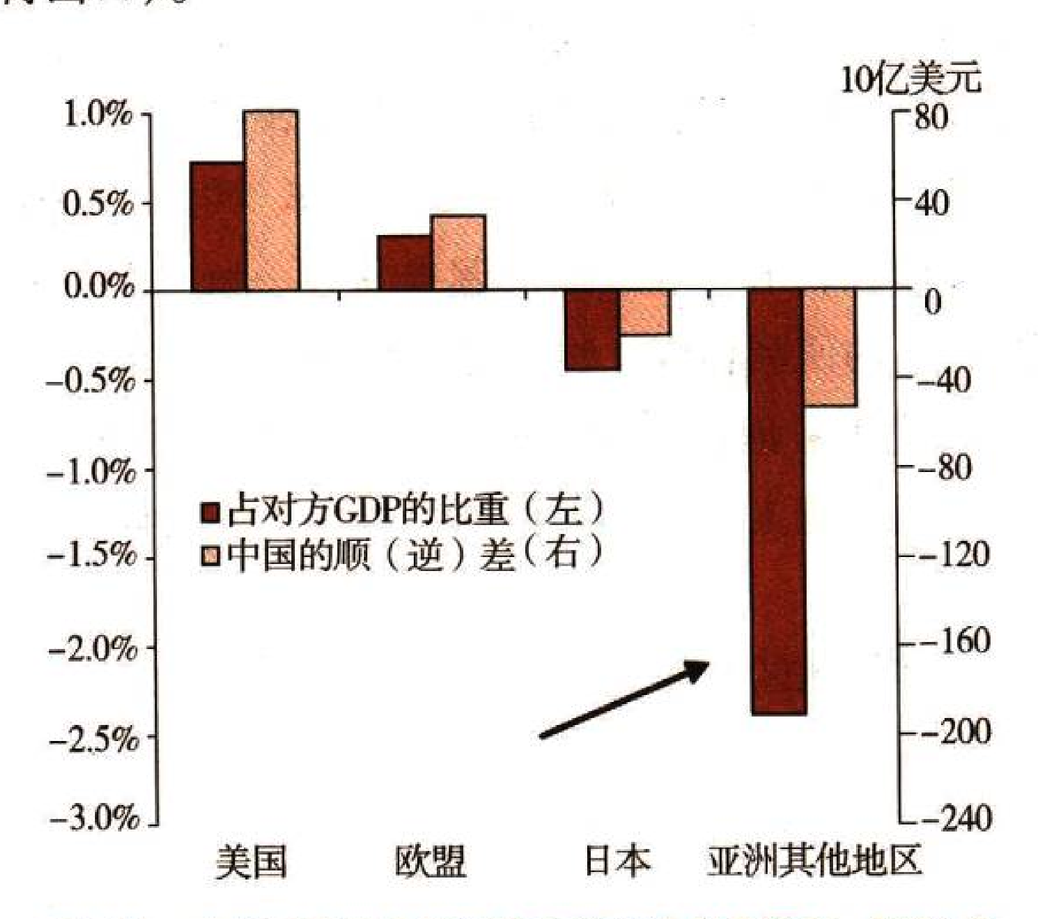


图 214　中国对世界主要经济体的双边贸易平衡，2004 年

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

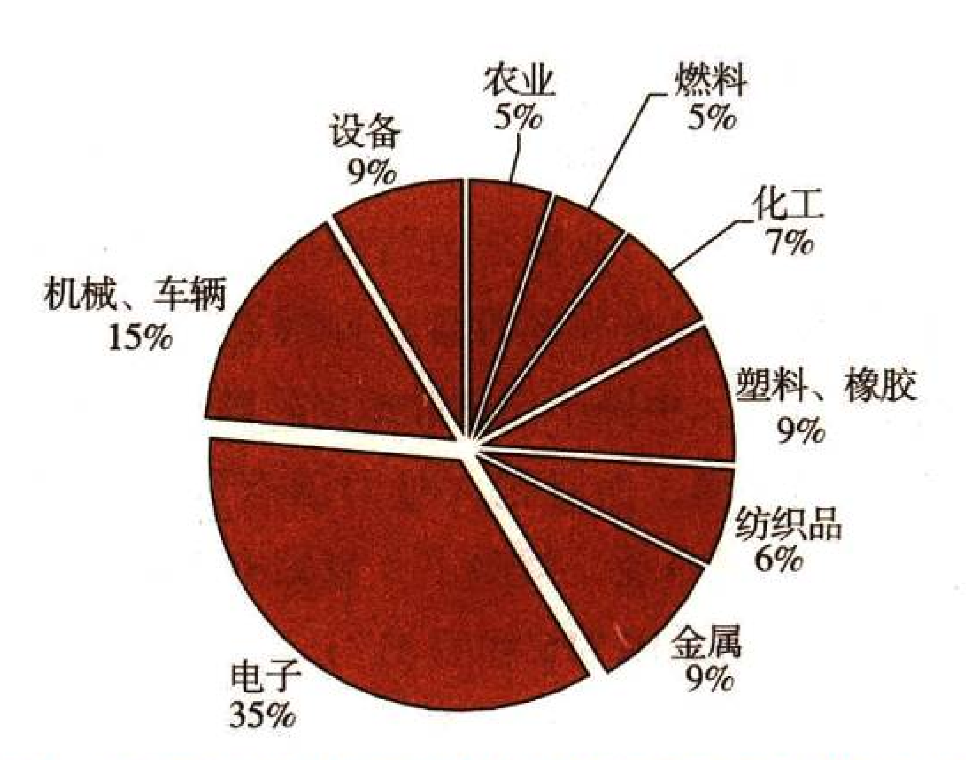


图 215　中国对日本以外的亚洲各经济体的进口产品的部门结构

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

再看看我们关于中国国内需求增长的预测，即使按照本章第一节中最保守的估计，在未来20年中国的总进口也会保持每年10%的真实增长率，以名义美元价格计算则可能接近15%。毋庸赘言，这比我们在2003年看到的40%的年增长率要低很多——但是与同一时期发达国家总进口额的5%～6%的增长速度相比却要快得多。其结果是，中国在亚洲各经济体的总出口中所占的比重将从今天的12%激增到2025年的33%（其中大多数将被中国的国内需求吸收）。

（七）中国不会破坏“华盛顿共识”

在以上六节，我们从各个方面指出，中国在世界经济舞台上的强势崛起不会如许多观察家们所预计的那样成为迅猛的破坏力量。所有这些都是关于中国可能带来的直接的经济影响，除此之外，如何看待中国的故事还有另外一个角度。

毕竟，在过去几十年里，全世界在所谓“华盛顿共识”（以世界经济全球化、国内经济自由化和私有化为三大支柱）的旗帜下取得了相当大的经济整合成就。如今，中国出现了，这是个政治体制特殊的国家，按照社会主义的经济原则建立起来——但在不远的将来，它将成为世界经济中的超级大国。不用说，这种现象在西方国家激起了一场激烈的讨论：中国是否代表着另外一种发展模式的胜利，从而将改变游戏规则，并且标志着新的保护主义和国家经济计划模式的回潮？

我们认为，这种看法再谬误不过了。把政治方面的问题先放在一边，首先请看看如下一些基本事实：尽管中国经济相对来说还比较贫穷，尽管有着长期的社会主义背景，但今天它已经是世界上自由化速度最快的经济体之一——与传统的

计划经济体制相比，它绝对接近于里根和撒切尔主义的模式。

在20年左右的时间里，中国大陆不但成功地纠正了社会主义计划经济体制的弊端，而且顺利地绕过了传统的“亚洲公司”发展模式的陷阱（亚洲公司模式的具体含义是：经济相对封闭、缺少外国投资、抑制进口、政府引导的大企业集团与银行紧密结合的发展模式）。中国不但勇敢地向外国企业敞开了大门，创造了举世罕见的进口增长速度和规模，而且把大量的国有资产成功出售出去——也在1996～2002年关闭了大批亏损企业，解聘了大量国有企业员工，其规模几乎是整个韩国的劳动人口的总和（参见图216和图217）。

当然，中国依然存在着透明度不足、企业治理和法律环境不佳等问题，但这三个方面的变化与10年前的情况相比也已有了巨大进步。同时，私人资本正在大量崛起，有人大胆预言中国拥有的亿万富翁的人数在未来20年将超过其他任何国家，也绝非痴人说梦。

最后，尽管中国在政治方面与西方国家的立场相差悬殊，但它在世界经济全球化的进程方面却是个非常积极的推动者——这并不奇怪，它的出口额对GDP的比例已经超过30%，累计的外国直接投资也已超过GDP的1/3。大陆已成为许多地区和多边组织，包括APEC、IMF和世界银行的积极参与者，而加入WTO，对于中国的改革以及世界贸易组织自身的发展而言，乃是同等重要的历史大事。



图216　国有经济的比重迅速缩小……

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。



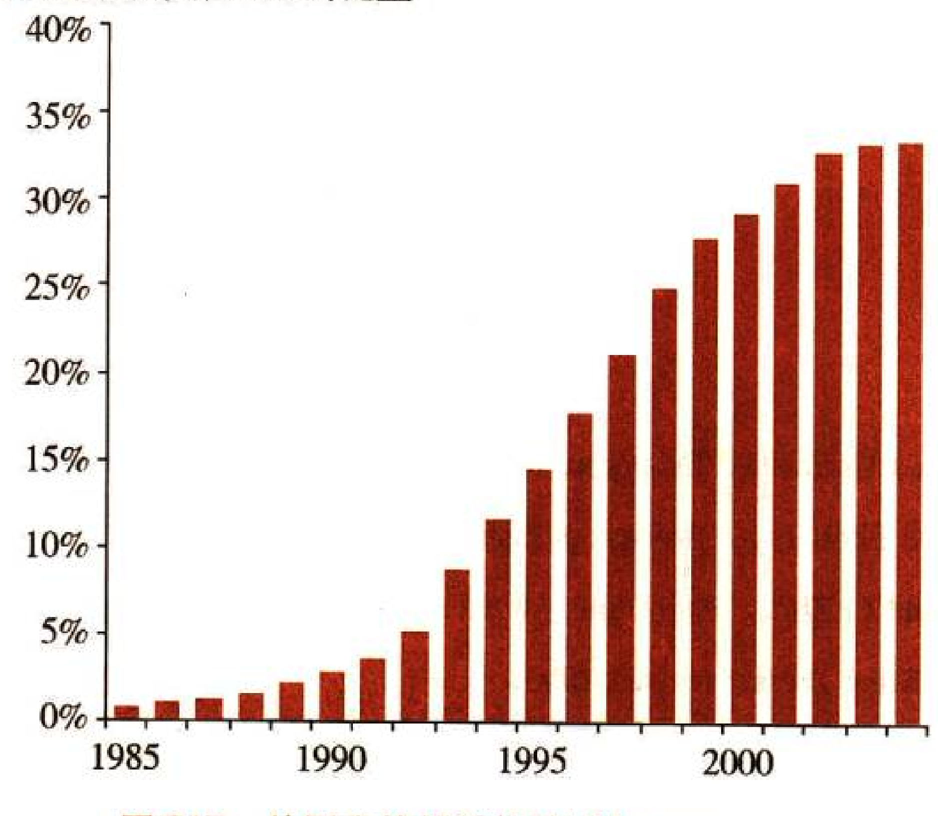


图 217　外国直接投资快速增加……

资料来源：中国经济信息中心、瑞银证券研究部的估算。

简单地说，对于其他发展中国家而言，中国将成为自由主义经济发展模式的最成功的典范。我们很欣慰地看到，印度正越来越多地把“中国模式”作为自身改革的范例，而拉丁美洲和东欧国家对中国经济成功增长背后的经验也正表现出日益浓厚的兴趣。

参考文献

第一章

Nicholas Lardy, China's Unfinished Economic Revolution, Brookings Institution Press, 1998, and Integrating China into the Global Economy, Brookings Institution, 2002.

Justin Lin, Cai Fang and Li Zhou, The China Miracle: Development Strategy and Economic Reform, Chinese University of Hong Kong Press, revised 2003.

Stoyan Tenev and Zhang Chunlin, Corporate Governance and Enterprise Reform in China, World Bank and International Finance Corporation, 2002.

Edward Steinfeld, Forging Reform in China, Cambridge University Press, 1998

第三章

Ng, Sally, China's Financial Sector Roadmap: A Bumpy Road to a Modern Banking System, UBS Equity Research, November 2004.

Feng, Lucy, Consumer Finance in China: Awakening of the Biggest Consumer Market, UBS Equity Research, April 2005.

Lardy, Nicholas, China's Unfinished Economic Revolution, Brookings Institution Press, 1998, and Integrating China into the Global Economy, Brookings Institution, 2002.

Tseng, Wanda and Markus Rodlauer, China: Competing in the Global Economy, International Monetary Fund, 2003.

第四章

Chang, Gordon, The Coming Collapse of China, Random House, 2001.

Nathan, Andrew and Bruce Gilley, China's New Rulers, New York Review of Books, 2003.

Wang, Hui, China's New Order: Society, Politics and Economy in Transition, Harvard University Press, 2003.

Yang, Dali, Remaking the Chinese Leviathan: Market Transition and the Politics of Governance in China, Stanford University Press, 2004.

Gilley, Bruce, China's Democratic Future: How it Will Happen and Where it Will Lead, Columbia University Press, 2004.

Unger, Jonathan, The Transformation of Rural China, East Gate Book, 2002.

Chen, Guidi and Chuntao Wu, Zhongguo Nongmin Diaocha (China's Peasants: An Investigation), People's Literature Publishing House, 2004

第五章

Asian Productivity Organization (2004), Total Factor Productivity Growth: Survey Report, Tokyo: Asian Productivity Organization.

Baier, S., G. Dwyer and R. Tamura (2002), "How Important Are Capital and Total Factor Productivity for Economic Growth?", Federal Reserve Working Paper, April 2002.

Bergson, A. (1987), "Comparative Productivity: The USSR, Eastern Europe, and the West", American Economic Review, vol. 77, no. 3, pp. 342 - 357.

Bergson, A. (1991), "The USSR Before the Fall: How Poor and Why", Journal of Economic Perspectives, 5, 4 (Fall), 29 - 44.

Bosworth, B. P., S. Collins, and Y. C. Chen (1995), "Accounting for Differences in Economic Growth. Brookings", Discussions Papers in International Economics No. 115 (October), The Brookings Institution.

Chen, E. (1977), "Factor Inputs, Total Factor Productivity, and Economic Growth: The Asian Case", The Developing Economies XV (March), 121 - 43.

Chen, N. R., and C. Hou (1986), "China's Inflation, 1979 - 83: Measurement and Analysis", Economic Development and Cultural Change, 34 (4).

Collins, S., and B. P. Bosworth (1997), "Economic Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilation", in W. C. Brainard and G. L. Perry, Brookings Papers in Economic Activity 2, The Brookings Institution.

Elias, V. J. (1990), "The Role of Total Factor Productivity on Economic Growth", 1991 World Development Report, World Bank.

Easterly, W. and S. Fischer (1995), "The Soviet Economic Decline", World Bank Policy Research Working Paper 1284, World Bank.

Feltenstein, A. and J. Ha (1991), "Measurement of Repressed Inflation in China - The Lack of Coordination Between Monetary Policy and Price Controls", Journal of Development Economics, 36, 279 - 94.

Holz, C. (2004), "China's Reform Period Growth: Why Maddison Got it Wrong and What That Means", HKUST Working Paper, December 2004.

Inoue, K. (1995), "The Growth Experience of Japan—What Lessons to Draw?", in P. Anderson, J. Dwyer and D. Gruen, eds., Productivity and Growth, Economic Group, Reserve Bank of Australia.

Iwata, S., M. Khan and H. Murao (2002), "References of Economic Growth in East Asia: A Nonparametric Assessment", IMF Working Paper WP/02/13, International Monetary Fund.

Kawai, H. (1994), "International Comparative Analysis of Economic Growth", The Developing Economies XXXII (December), 373 - 97.

Kim, J. I., and L. Lau (1994), "The References of Economic Growth of the East Asian Newly Industrialized Countries", Journal of the Japanese and International Economies 8: 235 - 71.

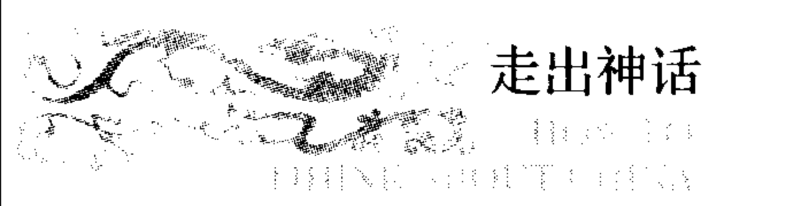
Krugman, P. (1994), "The Myth of Asia's Miracle", Foreign Affairs, November/December.

Kujis, L. (2005), "Investment and Saving in China", Research Working Paper No. 1, May 2005, World Bank China Office, Beijing.

Li, K. (2003), "China's Capital and Productivity Management Using Financial References", Economic Growth Center Discussion Paper No. 851, Yale University.

Lindauer, D. L. and M. Roemer, eds. (1994), Asia and Africa. Legacies and Opp ortunities in Development, International Center for Economic Growth and Harvard Institute for International Development.

Maddison, A. (1995), Monitoring the World Economy 1820 - 1992, OECD Development Centre Studies.



Maddison, A. (1998), Chinese Economic Performance in the Long Run, OECD Development Centre Studies.

OECD (2005), China: Economic Survey, OECD 2005.

Ofer, Gur (1987), "Soviet Economic Growth: 1928 - 85", Journal of Economic Literature, 25, 4 (Dec), 1767 - 1833.

Rawski, T. (1993), "How Fast Has Chinese Industry Grown?", Policy Research Working Paper, WPS 1194, World Bank.

Ren, R. (1995), "China's Economic Development in International Perspective", OECD Development Centre Manuscript.

Sarel, M. (1996), Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer, IMF Economic Issues 1, International Monetary Fund.

Skoczylas, L. ,and B. Tissot (2005), "Revisiting Recent Productivity Developments Across OECD Economies", BIS Working Paper No. 182, Bank For International Settlements.

Wolff, E. N. (1991), "Capital Formation and Productivity Convergence over the Long Term", American Economic Review 81 (June), 565 - 79.

Woo, W. (1995), "Chinese Economic Growth: References and Prospects", UC Davis Manuscript, October 1995.

World Bank (1993), The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy, Oxford: Oxford University Press.

Wu, H. X. (2002), "How Fast Has Chinese Industry Grown? —Measuring the Real Output of Chinese Industry, 1949 - 97", Review of Income and Wealth 48, No. 2 (June): 179 - 204.

Young, A. (1992), "A Tale of Two Cities: Factor Accumulation and Technical Change in Hong Kong and Singapore", NBER Macroeconomic Annual, NRT Press.

Young, A. (1994), "Lessons from the East Asian NICs: a Contrarian View", European Economic Review, 110 (3), 641 - 680.

Young, A. (1995), "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience", Quarterly Journal of Economics, 110 (3), 641 - 680.

Young, A. (2000), "Gold Into Base Metals: Productivity Growth in the People's Republic of China During the Reform Period", NBER Working Paper 7856, NBER August 2000.



对于中国经济增长的未来而言，好戏还在后头：

到2025年，中国大陆将跃居全球第一大贸易国，成为最主要的机械、钢铁、水泥、能源、食品和原材料进口国；按照实物产出来计算，其经济总量将达到美国或欧盟的一半；新兴的城市中产阶级的人数可能达到3~4亿，将超过美国今天的全部人口……

然而，中国并非全新的经济物种，它不过是“亚洲奇迹”的再版。在世界舞台上，中国固然在扮演着越来越重要的角色，但它对世界经济即将带来的影响要比目前流行的说法缓和得多。总的来说，这里有七个中国不会改变世界的理由。

1.中国不会重新改写世界经济的增长史。
2.中国不会吞噬全球的制造业。
3.中国不会买光全世界的金融资产。
4.人民币不会成为下一个世界货币。
5.中国不会成为世界市场上通货紧缩的输出源头。
6.中国不会导致其他发展中国家陷入停滞。
7.中国不会破坏“华盛顿共识”。



上架建议：财经·中国经济
ISBN 7-5086-0702-3
9 787508 607023 >
www.publish.citic.com
ISBN 7-5086-0702-3/F · 1049
定价：35.00元